

# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC NĂM 2025

BỨT PHÁ BƯỚC VÀO KỶ NGUYÊN MỚI

# MỤC LỤC

<u>CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ</u>	<u>3 – 11</u>
<u>TÓM TẮT</u>	<u>12 – 19</u>
<u>CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ</u>	<u>20 – 26</u>
<u>TỔNG QUAN VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG 2024</u>	<u>27</u>
<u>VĨ MÔ</u>	<u>27 – 43</u>
<u>THỊ TRƯỜNG</u>	<u>44 – 55</u>
<u>TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG 2025</u>	<u>56 – 65</u>
<u>BÁO CÁO NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU</u>	<u>66 - 280</u>



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

# CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ NĂM 2025

Câu chuyện đầu tư mà chúng tôi hướng tới năm 2025 sẽ xoay quanh các chủ điểm chính:

1. Chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ tăng trưởng
2. Việt Nam hưởng lợi từ xu hướng hợp tác giữa các nhóm nước thân thiện (friend-shoring)
3. Cải cách thể chế và luật pháp hỗ trợ nền kinh tế
4. Triển vọng Thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



# 1. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ TÀI KHÓA HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG

## CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG

Chính sách tài khóa dự kiến được điều hành theo 2 hướng: Tăng cường đầu tư công và miễn giảm một số loại thuế/phí, cải thiện chính sách an sinh xã hội... nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

- **Đầu tư công:** Đầu tư công dự kiến sẽ tiếp tục là một trong những trụ cột tăng trưởng chính của nền kinh tế trong năm 2025. Cụ thể:
  - Luật Đầu tư công (sửa đổi) có hiệu lực từ 1/1/2025 được kỳ vọng tháo gỡ nhiều vướng mắc, đẩy nhanh quy trình và tiến độ thực hiện các dự án.
  - Theo báo cáo của Chính phủ tháng 10/2024, dự kiến chi đầu tư phát triển năm 2025 là 790,727 nghìn tỷ đồng, tăng 16,6% so với kế hoạch năm 2024. Một số dự án nổi bật là Loạt dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam GĐ2, sân bay Long Thành, đường vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh, đường vành đai 4 Hà Nội... (Xem thêm tại [đây](#)).
  - Thủ tướng đã có công điện số 137/2024 chỉ đạo các Bộ, cơ quan, địa phương tập trung đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công ngay từ đầu năm 2025.
- **Miễn giảm thuế/phí, tăng quyền lợi an sinh xã hội:**
  - Nghị quyết Kỳ họp thứ 8 Quốc hội khóa XV đã kéo dài thời gian giảm thuế giá trị gia tăng trong 06 tháng đầu năm 2025. Đồng thời, Chính phủ giao Bộ Tài chính tiếp tục nghiên cứu, đề xuất thực hiện chính sách miễn, giảm, gia hạn thuế, phí, lệ phí, tiền thuê đất hỗ trợ người dân, doanh nghiệp phát triển sản xuất, kinh doanh trong năm 2025.
  - Các luật an sinh xã hội như Luật Bảo hiểm xã hội, Luật Bảo hiểm y tế và Luật Dựợc đã được sửa đổi nhằm tăng cường lưới an sinh và bảo vệ quyền lợi người dân. Từ 2025, thời gian đóng bảo hiểm xã hội giảm từ 20 xuống 15 năm, mở rộng diện tham gia và bổ sung trợ cấp hưu trí. Luật BHYT xóa bỏ rào cản địa giới, cho phép người mắc bệnh hiểm nghèo được điều trị toàn quốc. Luật Dựợc điều chỉnh quy trình cung ứng thuốc, đảm bảo quyền lợi và sức khỏe người dân.

## CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG

Năm 2025 là năm cuối cùng thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2021-2025, với mục tiêu tăng trưởng GDP mà Quốc hội giao ở mức 6,5-7,5% và mục tiêu của chính phủ phấn đấu đạt trên 8%. Do đó, chính sách tiền tệ được kỳ vọng tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng trên các chỉ tiêu như:

- **Tăng trưởng tín dụng (TTTD):** Từ năm 2024, NHNN đã chuyển sang đổi mới công tác điều hành tín dụng theo hướng thông báo công khai chỉ tiêu TTTD từ đầu năm, đồng thời, chủ động điều chỉnh chỉ tiêu TTTD trong năm trên cơ sở xem xét lạm phát và các tiêu chí cụ thể, minh bạch. Dự kiến NHNN sẽ tiếp tục điều hành TTTD theo cách này trong năm 2025, giúp các NHTM chủ động, linh hoạt tăng trưởng tín dụng, đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 16% cho năm 2025, tập trung vào các ngành liên quan đến cơ sở hạ tầng, năng lượng tái tạo, bất động sản, tiêu dùng...
- **Lãi suất và Tỷ giá:** Quốc hội đã nới chỉ tiêu Tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) 2025 **khoảng 4,5%** (so với trước đây <4,5%) và chỉ tiêu Thâm hụt ngân sách lên **3,8% GDP** (so với trước đây 3,4% GDP), để hỗ trợ tăng trưởng. Nhờ đó, NHNN cũng có thêm dư địa điều hành chính sách tiền tệ. Với áp lực lớn từ việc đồng USD gia tăng sức mạnh trong năm 2025, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động có thể tăng 50-100 điểm cơ bản so với 2024 do (i) để giảm bớt áp lực cho tỷ giá và (ii) giúp một số NHTM tăng huy động để cân đối vốn do trong năm 2024 tăng trưởng huy động thấp hơn tăng trưởng tín dụng khá nhiều.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị các cơ hội đầu tư trong các ngành hưởng lợi từ chính sách tiền tệ nới lỏng và chính sách tài khóa nới lỏng bao gồm Ngân hàng (**BID, CTG, STB, ACB**), Bất động sản dân cư (**KDH, NLG, PDR**), Xây dựng hạ tầng (**VCG, LCG**), Thép (**HPG**), Điện (**REE, POW, PC1**), Bán lẻ (**MWG, FRT, PNJ**)...

## 2. VIỆT NAM HƯỞNG LỢI TỪ XU HƯỚNG FRIEND-SHORING (1/3)

### ➤ Xu hướng dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc sẽ tiếp tục gia tăng dưới thời Trump 2.0

- Trong các năm vừa qua đã diễn ra xu hướng các doanh nghiệp đa quốc gia định tuyến lại chuỗi cung ứng đến các quốc gia được coi là an toàn về mặt chính trị và kinh tế hoặc có rủi ro thấp, để tránh sự gián đoạn trong hoạt động kinh doanh (friend-shoring). Nhất là từ khi chiến tranh thương mại Mỹ Trung trong nhiệm kỳ lần thứ nhất của ông Trump và từ khi đại dịch Covid-19 bùng phát làm gián đoạn việc vận chuyển hàng hóa do các quốc gia đóng cửa. Đáng chú ý nhất trong xu hướng này là các doanh nghiệp Mỹ và phương Tây đang chuyển các hoạt động sản xuất ra khỏi và giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc (Trung Quốc + 1).
- Với việc ông Trump sắp sửa nhậm chức Tổng thống Mỹ lần 2 vào đầu năm 2025, dự kiến căng thẳng thương mại Mỹ-Trung có nguy cơ leo thang, với việc ông Trump được cho là sẽ có lập trường cứng rắn hơn với Trung Quốc. Ông Trump cũng đe dọa đánh thuế cao đối với hàng hóa từ một số nước có thặng dư thương mại lớn với Mỹ (Canada, Mexico...), hoặc với tất cả các nước, để tăng thu ngân sách.
- Chúng tôi cho rằng việc ông Trump tăng thuế đánh vào các nước như Canada, Mexico... sẽ là công cụ để đàm phán cho các mục tiêu khác, và mức thuế cuối cùng sẽ không cao như các tuyên bố ban đầu. Ngược lại, mức thuế áp dụng cho Trung Quốc sẽ cao hơn đáng kể các nước khác và điều này sẽ làm gia tăng hơn nữa xu hướng dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc trong thời gian tới.

### ➤ Việt Nam đẩy mạnh hợp tác đa phương

- Trong khi đó, năm 2023, quan hệ Việt Nam – Hoa Kỳ đạt tầm cao mới với việc 2 nước thiết lập Quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện. Sau đó Việt Nam cũng thiết lập Quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện với nhiều nước bao gồm Nhật Bản (T11/2023), Úc (T3/2024), Pháp (T10/2024), Malaysia (T11/2024).
- Việt Nam cũng nâng tầm quan hệ với Mông Cổ và Các Tiểu Vương quốc Arab Thống nhất (UAE) lên Đối tác Toàn diện, và thiết lập quan hệ Đối tác Chiến lược với Brazil, quốc gia lớn nhất Nam Mỹ.
- Đối với chính quyền Trump 2.0, Việt Nam cũng đã chủ động xây dựng mối quan hệ tốt với Mỹ. Đầu tháng 10/2024, The Trump Organization - tập đoàn nhà cựu Tổng thống Donald Trump công bố sẽ đầu tư tổ hợp khách sạn, sân golf, khu dân cư trị giá khoảng 1,5 tỷ USD tại tỉnh Hưng Yên.

### ➤ Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng

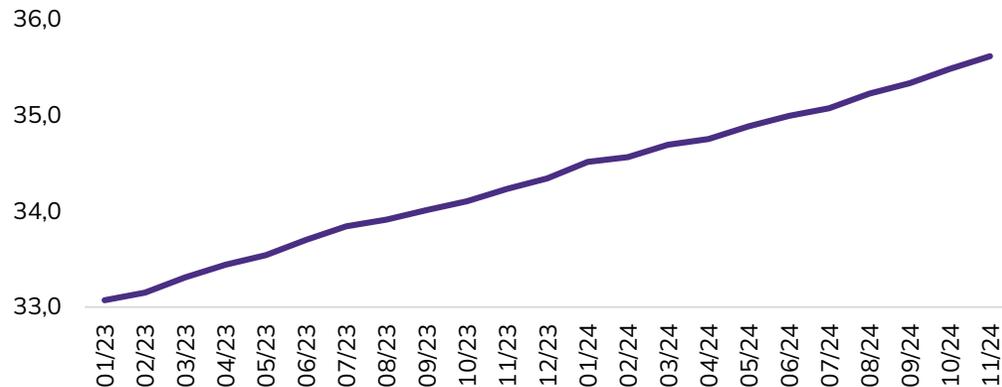
- Việt Nam đã và đang hưởng lợi lớn từ xu hướng “Trung Quốc +1” nói trên, với việc vốn FDI đăng ký và giải ngân tăng mạnh qua các năm. Ngoài lý do chiến tranh thương mại kể trên, Việt Nam là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI còn nhờ vào lợi thế về vị trí địa lý, giá lao động rẻ, các chính sách ưu đãi...
- Ngoài ra, Việt Nam cũng đã chủ động có những biện pháp thu hẹp chênh lệch thương mại với Mỹ. Trong nhiệm kỳ tổng thống đầu tiên của ông Trump, Việt Nam đã tăng cường nhập khẩu máy bay Boeing, hàng nông sản và khí LNG của Mỹ. Hồi cuối tháng 11 vừa qua, Thứ trưởng Ngoại giao của Việt Nam cho biết sắp tới Việt Nam sẽ gia tăng nhập khẩu các thiết bị an ninh, chip, LNG và các máy bay từ Mỹ... để giúp giảm thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ.
- Dự kiến Việt Nam sẽ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng thu hút FDI trong các năm tới.

## 2. VIỆT NAM HƯỞNG LỢI TỪ XU HƯỚNG FRIEND-SHORING (2/3)

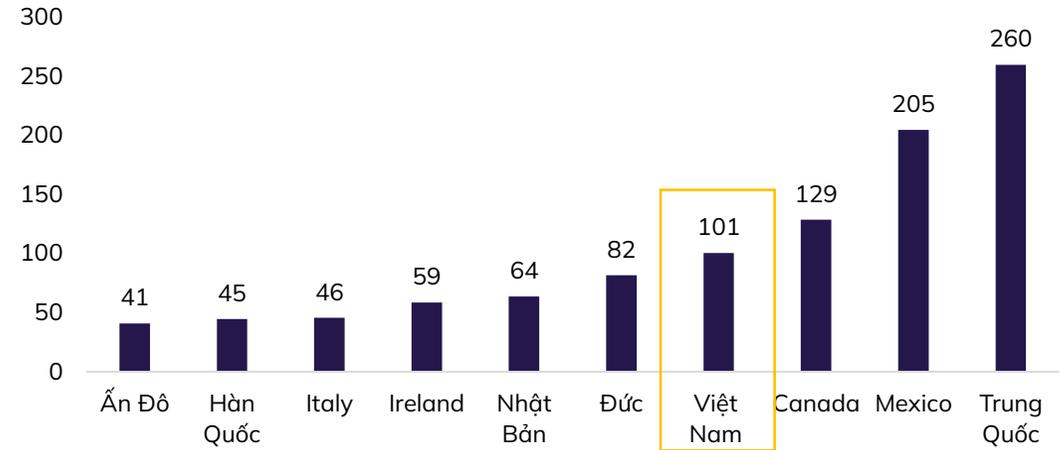
### ➤ Xuất khẩu của Việt Nam hưởng lợi từ nhu cầu thị trường Mỹ phục hồi

- Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với giá trị xuất khẩu sang Mỹ 11T/2024 đạt 109 tỷ USD, +24% svck, mức xuất siêu 11T/2024 của Việt Nam đạt 95,4 tỷ USD. Các mặt hàng xuất khẩu chủ chốt bao gồm máy tính, thiết bị điện tử; máy móc thiết bị, điện thoại, dệt may, gỗ và sản phẩm từ gỗ, giày dép, thủy sản...
- Dự kiến thu nhập của người tiêu dùng Mỹ sẽ hồi phục mạnh mẽ dưới thời Tổng thống Trump nhờ một thị trường lao động mạnh. **Chúng tôi kỳ vọng một kịch bản tích cực cho việc xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ** khi chịu mức thuế nhập khẩu chung của Mỹ và được hưởng lợi từ dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Nhiều mặt hàng nông sản và chế biến chế tạo của Việt Nam dự kiến sẽ hưởng lợi lớn từ nhu cầu tiêu dùng hồi phục tại đây.
- Tuy vậy, do nền kinh tế Trung Quốc dự báo suy yếu trong khi Châu Âu chỉ phục hồi nhẹ. Đồng thời, hàng hóa Trung Quốc nếu bị Mỹ áp thuế cao có thể tràn sang các thị trường khác với giá rẻ. Do vậy, dự báo xuất khẩu của Việt Nam sang các thị trường này có thể bị ảnh hưởng.

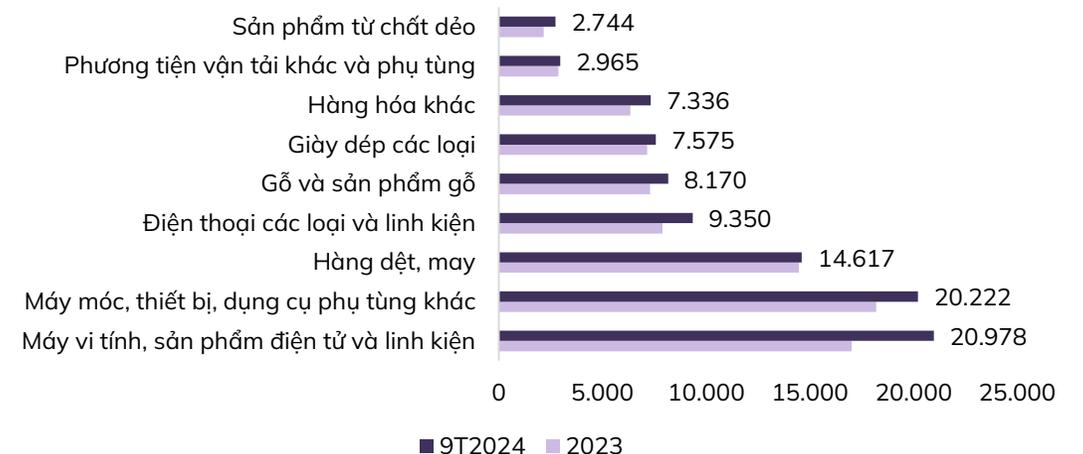
Thu nhập bình quân theo giờ của người lao động Mỹ (USD)



Các quốc gia có thặng dư thương mại lớn nhất với Mỹ năm 2023 (tỷ USD)



10 mặt hàng của Việt Nam có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất sang Mỹ (triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, GSO, Fred St. Louis, ABS Research

## 2. VIỆT NAM HƯỞNG LỢI TỪ XU HƯỚNG FRIEND-SHORING (3/3)

### ➤ Ngành công nghệ cao của Việt Nam đang tích cực thu hút đối tác từ Mỹ và các nước phát triển

- Trong các ngành công nghệ cao, Việt Nam có lợi thế về lực lượng nhân sự có năng lực, đáp ứng được yêu cầu của đối tác. Năm 2024, Việt Nam có bước tiến nổi bật trong lĩnh vực đổi mới sáng tạo khi xếp hạng 44/133 trên bảng xếp hạng Chỉ số Đổi mới Sáng tạo Toàn cầu (GII) của WIPO, tăng hai bậc so với năm 2023. Đặc biệt, Việt Nam dẫn đầu thế giới ở ba chỉ số: nhập khẩu công nghệ cao, xuất khẩu công nghệ cao và xuất khẩu hàng hóa sáng tạo.
- Việt Nam cũng triển khai các chính sách hỗ trợ như ưu đãi thuế cho các công ty công nghệ và đầu tư vào hạ tầng kỹ thuật số. Việt Nam đặt mục tiêu tự chủ công nghệ và phát triển các nhà máy chế tạo chip với doanh thu kỳ vọng đạt 100 tỷ USD vào năm 2050.
- Trong bối cảnh Mỹ thắt chặt việc hợp tác công nghệ cao với Trung Quốc, hợp tác công nghệ Mỹ - Việt Nam được tăng cường. Hoạt động triển khai các chương trình của Quỹ Đổi mới sáng tạo (ĐMST) và an ninh công nghệ (ITSI) thuộc Đạo luật Chip của Mỹ đã và đang hỗ trợ Việt Nam đào tạo 120 giảng viên, 4.000 sinh viên, và chuyển giao chương trình đào tạo về đóng gói, kiểm thử chip cho 20 cơ sở đào tạo tại Việt Nam.
- Năm 2024 ghi dấu ấn lớn của Việt Nam trong việc thu hút đầu tư công nghệ cao, chuyển mình từ một quốc gia gia công sang trung tâm thiết kế, nghiên cứu và phát triển (R&D) của các tập đoàn lớn như Apple, Nvidia và Samsung. Apple thông qua đối tác đã đầu tư hơn 16 tỷ USD từ năm 2019, tạo 200.000 việc làm, nay cam kết mở rộng hợp tác, tăng cường mua linh kiện từ Việt Nam, hỗ trợ đổi mới sáng tạo. Samsung mở rộng trung tâm R&D tại Hà Nội.

- Nhiều tập đoàn công nghệ hàng đầu của Mỹ như Qualcomm, Google, Meta, LAM Research, Qorvo,... và Đài Loan (AIChip) đã đến gặp và làm việc với lãnh đạo chính phủ Việt Nam và đã có kế hoạch cụ thể chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam, phát triển các trung tâm nghiên cứu, mở rộng đầu tư, kinh doanh, sản xuất tại Việt Nam. Theo đó, tính đến cuối tháng 11/2024, Việt Nam có 174 dự án FDI trong lĩnh vực bán dẫn với tổng vốn đăng ký gần 11,6 tỷ USD, phần lớn nhờ vào các khoản đầu tư từ các quốc gia như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc.
- Gần đây nhất, ngày 05/12/2024, Thỏa thuận hợp tác giữa Chính phủ Việt Nam và Tập đoàn NVIDIA đã được ký kết nhằm hợp tác thành lập **Trung tâm nghiên cứu và phát triển AI** và **Trung tâm dữ liệu AI** tại Việt Nam.
- Chính phủ đang xây dựng dự thảo Nghị định về việc thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư (được tài trợ một phần bởi nguồn thu từ GMT) để hỗ trợ cho các doanh nghiệp công nghệ cao (bán dẫn, AI), dự án đầu tư trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) nhằm thu hút, giữ chân các tập đoàn lớn trong lĩnh vực này.

### Khuyến nghị

- Chúng tôi cho rằng các ngành Bất động sản Khu công nghiệp (**IDC, KBC, BCM**), Xây dựng công nghiệp (**CTD**), Cảng biển (**GMD, VSC**), Vận tải biển (**PVT, HAH, GSP**)... sẽ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng thu hút FDI. Các ngành Dệt may (**MSH, TNG**), Thủy sản (**VHC**), Gỗ (**PTB**), Đá ốp lát... sẽ hưởng lợi từ nhu cầu thị trường Mỹ phục hồi. Các doanh nghiệp Công nghệ (**FPT, CMG**), Hóa chất (**DGC**) hưởng lợi từ xu hướng hợp tác công nghệ cao với Mỹ. Trong khi đó, các doanh nghiệp Nhập khẩu và phân phối khí LNG (**GAS**) cũng sẽ phần nào hưởng lợi.

#### CẢI CÁCH THỂ CHẾ

Việt Nam đã và đang chứng kiến quá trình cải cách thể chế được đẩy nhanh từ năm 2024, thể hiện trên 2 phương diện chính bao gồm: (i) Cải tiến quá trình làm luật và chính sách, và (ii) Sắp xếp lại, tinh gọn tổ chức bộ máy của Chính phủ để giảm chi thường xuyên ngân sách và giảm chi phí trung gian xã hội. Cụ thể:

##### ➤ Sửa đổi pháp luật nhanh chóng, toàn diện, đồng bộ:

- Quốc hội sẵn sàng họp bất thường để đảm bảo tính kịp thời trong xây dựng luật.
- Liên quan đến việc xây dựng chương trình pháp luật, Quốc hội áp dụng phương thức sửa cùng lúc nhiều luật có mối liên hệ mật thiết với nhau. Ví dụ trong năm 2023, đầu năm 2024, ba luật nhà ở, bất động sản và đất đai được sửa đồng thời nhằm đảm bảo tốt tính tương thích, đồng bộ giữa các luật. Tháng 11/2024, Quốc hội đã thông qua việc sửa đổi 2 đạo luật mà có thể gọi là 1 luật sửa nhiều luật, bao gồm: (i) Luật thứ nhất 1 luật sửa 8 luật gồm chứng khoán, kế toán, kiểm toán, ngân sách nhà nước, tài sản công, quản lý thuế; (ii) Luật thứ 2 là 1 luật sửa 4 luật gồm đầu tư, quy hoạch, PPP (đối tác công tư) và đấu thầu.
- Sử dụng khái niệm “Nghị quyết thí điểm” (NQTD) đối với những vấn đề cấp thiết, cấp bách chưa đủ cơ sở xây dựng thành luật. Luật Đầu tư công mới được thông qua tháng 11/2024 cũng đã chính thức luật hóa một số quy định mà trước đó được áp dụng trong NQTD. Kỳ họp thứ 8, QH khóa XV cũng đã thông qua 2 NQTD về “một số biện pháp xử lý vật chứng, tài sản trong quá trình điều tra, truy tố, xét xử vụ án hình sự” và “thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất”.

##### ➤ Sắp xếp lại, tinh gọn tổ chức bộ máy của Chính phủ

- Việc sắp xếp, tinh gọn bộ máy đã được nêu trong Nghị quyết 18 ban hành năm 2017 và được thúc đẩy trong các chỉ đạo của Trung ương Đảng gần đây. Mục tiêu hoàn thành đề án sắp xếp, tinh gọn bộ máy trong tháng 12/2024.
- Theo đó, trước hết giảm bớt đầu mối tổ chức; quy định rõ hơn chức năng, nhiệm vụ và thẩm quyền cũng như mối quan hệ giữa các cơ quan, đơn vị; giảm tầng nấc trung gian; đẩy mạnh phân cấp và phân quyền theo hướng đồng bộ và hợp lý hơn.
- Cùng với đó là giảm biên chế, tái bố trí nhân sự phù hợp hơn, trong khi vẫn cải thiện chất lượng thực hiện các nhiệm vụ chính trị và phục vụ nhân dân, doanh nghiệp.
- Theo phương án hợp nhất, sáp nhập, dự kiến bộ máy Chính phủ giảm 5 bộ và 3 cơ quan trực thuộc Chính phủ; giảm 12/13 tổng cục và tổ chức tương đương tổng cục thuộc bộ; giảm 500 cục và tương đương thuộc bộ, tổng cục; giảm 177 vụ thuộc bộ, cơ quan ngang bộ và tương đương; giảm 190 đơn vị sự nghiệp công lập thuộc bộ và các cơ quan trong bộ.

##### ➤ Đánh giá:

- Công tác làm luật nhanh chóng, kịp thời, đồng bộ giúp giải quyết nhanh các vướng mắc về pháp lý cho nhiều ngành nghề nền kinh tế.
- Chúng tôi kỳ vọng công việc tinh gọn bộ máy Chính phủ sẽ giúp giảm chi tiêu thường xuyên để ngân sách ưu tiên phân bổ nguồn lực cho chi đầu tư phát triển và an sinh xã hội. Đồng thời việc này làm giảm các chi phí quản lý hành chính trung gian cho người dân và doanh nghiệp, qua đó giúp tăng năng suất các yếu tố tổng hợp (TFP), thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

### CÁC QUY ĐỊNH MỚI MỞ RA CƠ HỘI ĐẦU TƯ TRONG NĂM 2025

Trong năm 2025, chúng tôi nhận thấy một số cơ hội đầu tư từ các quy định pháp luật mới tại Việt Nam. Cụ thể:

#### ➤ Ngành Thực phẩm/Chăn nuôi (Cổ phiếu khuyến nghị: **MSN**)

- Điều khoản chuyển tiếp Luật chăn nuôi 2018 quy định thời hạn 5 năm cho việc di dời các cơ sở chăn nuôi trong khu vực không được phép chăn nuôi. Theo đó, kể từ ngày 1/1/2025, các cơ sở này nếu không di dời sẽ phải ngừng hoạt động.
- Hiện nay, sản lượng lợn sản xuất trong nông hộ nhỏ lẻ giảm còn 35- 40%, sản lượng lợn sản xuất trong hộ chuyên nghiệp và trang trại chiếm 60-65%. Chăn nuôi lợn đã chuyển dịch theo hướng giảm chăn nuôi nhỏ lẻ, hộ gia đình, tăng mạnh các hộ chăn nuôi chuyên nghiệp và trang trại quy mô lớn. Điều này sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chăn nuôi lớn, chuyên nghiệp giành thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ.

#### ➤ Ngành Dược/Y tế (Cổ phiếu khuyến nghị: **DBD**)

- Luật Dược sửa đổi đã được thông qua trong kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV, góp phần thúc đẩy phát triển Ngành Dược Việt Nam theo hướng: (i) Giảm thủ tục hành chính trong cấp phép lưu hành thuốc, (ii) ưu đãi, hỗ trợ đầu tư đối với các dự án đầu tư trong lĩnh vực dược để thu hút các doanh nghiệp sản xuất thuốc tại Việt Nam thay vì phân phối thuốc nhập khẩu, (iii) Tạo hành lang pháp lý cho các hình thức, phương thức kinh doanh mới (chuỗi nhà thuốc, thuốc thương mại điện tử), (iv) cho phép các doanh nghiệp FDI tham gia vào hoạt động phân phối dược phẩm.

#### ➤ Ngành Phân bón (Cổ phiếu khuyến nghị: **DCM**)

- Ngày 26/11/2024, Quốc hội đã chính thức thông qua Luật thuế Giá trị gia tăng (VAT) sửa đổi. Theo đó kể từ ngày 1/7/2025, phân bón chính thức trở thành mặt hàng chịu thuế VAT đầu ra với thuế suất 5%. Điều này sẽ cho phép các doanh nghiệp được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, từ đó hỗ trợ lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước.

#### ➤ Ngành phân phối và bán lẻ xăng dầu (Cổ phiếu khuyến nghị: **PLX**)

- Hiện nay, hoạt động kinh doanh xăng dầu đang chịu sự điều chỉnh của Nghị định số 83/2014/NĐ-CP và một số Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định 83/2014/NĐ-CP như Nghị định số 95/2021/NĐ-CP & Nghị định số 80/2023/NĐ-CP. Tuy nhiên, các Nghị định này vẫn còn bộc lộ một số bất cập.
- Do đó, Dự thảo Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu là rất cần thiết, giúp thị trường ổn định, góp phần đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. ABS Research kỳ vọng Dự thảo Nghị định kinh doanh xăng dầu sẽ sớm được thông qua trong năm 2025.
- Dự thảo Nghị định lần này giúp: việc kiểm soát nguồn cung dễ dàng hơn, giúp cơ chế điều hành xăng dầu sát theo cơ chế thị trường, giảm bớt các khâu trung gian, và giúp giải quyết 1 số bất cập khác.

## 4. TRIỂN VỌNG NÂNG HẠNG CỦA TTCK VIỆT NAM (1/2)

### ➤ Quyết tâm của cơ quan quản lý

- Nâng hạng TTCK luôn được Chính phủ, Thủ tướng Chính phủ quan tâm và chỉ đạo sát sao. Theo **Quyết định số 1726/QĐ-TTg** năm 2023 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2030, mục tiêu tổng quát của Chiến lược là phát triển TTCK ổn định, an toàn, lành mạnh, hiệu quả, bền vững, hội nhập, với quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 100% GDP vào năm 2025 và đạt 120% GDP vào năm 2030. Trong đó, có mục tiêu cụ thể là phấn đấu đến năm 2025 nâng hạng TTCK Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo tiêu chuẩn phân hạng TTCK của các tổ chức quốc tế.
- Một trong những bước quan trọng là rà soát, sửa đổi các quy định pháp lý, tháo gỡ các nút thắt, đáp ứng các tiêu chí, đảm bảo tính minh bạch và phù hợp với chuẩn quốc tế, nhằm nâng hạng từ thị trường cận biên lên mới nổi. Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) cũng đã tích cực làm việc chặt chẽ với các tổ chức xếp hạng như FTSE và MSCI để thúc đẩy quá trình nâng hạng.

### ➤ Các bước đi chuẩn bị cho việc nâng hạng

- Thông tư số 68/2024/TT-BTC cho phép NĐT ngoại mua chứng khoán mà không cần ký quỹ trước:** Thông tư 68 có hiệu lực từ ngày 02/11/2024, quy định về việc nhà đầu tư tổ chức nước ngoài có thể giao dịch mua cổ phiếu không yêu cầu có đủ tiền (Non Pre-funding solution – NPS) và lộ trình công bố thông tin bằng tiếng Anh. Thông tư này là một bước tiến lớn giúp thị trường Việt Nam tiến gần hơn với việc nâng hạng thị trường.
- Sửa đổi một số điều của Luật Chứng khoán (Luật 56/2024/QH15)** bổ sung quy định về i) việc hoạt động của cơ chế CCP, (ii) việc phát hành và chào bán TPDN và (iii) tăng cường giám sát, phòng chống gian lận trong việc phát hành và chào bán chứng khoán.
- Triển khai Hệ thống giao dịch KRX:** hệ thống đã được chuẩn bị một số năm, được kỳ vọng sẽ rút ngắn thời gian thanh toán, cung cấp nhiều tiện ích mới và giúp phát triển nhiều sản phẩm và nghiệp vụ mới. Hệ thống KRX là cơ sở hạ tầng cần thiết để triển khai mô hình **Đối tác bù trừ trung tâm** (Central Clearing Counterparty - CCP) từ đó, cải thiện tiêu chí Chu kỳ thanh toán-DvP. Tuy nhiên cho đến nay, hệ thống giao dịch KRX vẫn liên tục bị trì hoãn do chưa hoàn thiện.



Nguồn: ABS Research tổng hợp

## 4. TRIỂN VỌNG NÂNG HẠNG CỦA TTCK VIỆT NAM (2/2)

### ➤ Dự báo TTCK Việt Nam có thể được FTSE nâng hạng tháng 9/2025

- Hiện tại, Việt Nam được 2 tổ chức quốc tế MSCI và FTSE Russell phân loại là thị trường cận biên và được đưa vào chỉ số thị trường cận biên. Đến nay, TTCK Việt Nam chiếm tỉ trọng lớn nhất trong rổ chỉ số thị trường cận biên (khoảng 30% tổng tài sản quản lý).
- Trong kỳ đánh giá tháng 9 năm 2024, thị trường chứng khoán Việt Nam đã đạt 7/9 tiêu chí cần thiết để được nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo đánh giá của FTSE Russell. Tuy nhiên, còn 2 tiêu chí cần cải thiện là
  - (i) tiêu chí **Chu kỳ thanh toán-DvP** bị đánh giá Hạn chế
  - (ii) tiêu chí **Thanh toán – Tỉ lệ hiếm khi giao dịch thất bại** không được đánh giá.
- Trong kỳ đánh giá tháng 9 năm 2024, với các tiêu chí của MSCI, Việt Nam đã cải thiện 1 tiêu chí so với năm 2023 nhưng vẫn còn 8 tiêu chí nữa để nâng hạng bao gồm: giới hạn sở hữu nước ngoài, room ngoại, quyền bình đẳng của nhà đầu tư nước ngoài, mức độ tự do trên thị trường ngoại hối; đăng ký nhà đầu tư và thiết lập tài khoản, quy định thị trường, luồng thông tin và cuối cùng là thanh toán bù trừ.
- Chúng tôi nhận định thị trường Việt Nam có thể được FTSE nâng hạng sớm nhất trong kỳ đánh giá tháng 9/2025. Điểm mấu chốt là **hệ thống giao dịch KRX phải đi vào hoạt động**, làm tiền đề để triển khai mô hình đối tác bù trừ trung tâm CCP, là điều kiện cần thiết để thị trường được nâng hạng.

Các tiêu chí đánh giá của FTSE Russell lên thị trường mới nổi	Mức độ đáp ứng của TTCK Việt Nam
<b>Môi trường thị trường và pháp lý</b>	
Có cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức tích cực theo dõi thị trường	Đạt
Không hạn chế hoặc áp dụng hình phạt đối với các hoạt động đầu tư/thu hồi vốn	Đạt
<b>Thị trường ngoại hối</b>	
Hoạt động môi giới chứng khoán chuyên nghiệp	Đạt
Chi phí giao dịch phải hợp lý và cạnh tranh	Đạt
Tính minh bạch: thông tin chuyên sâu về thị trường và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	Đạt
<b>Thanh toán bù trừ và lưu ký</b>	
Thanh toán theo phương thức "Chuyển giao đối ứng và thanh toán-DvP"	Hạn chế
Chi phí xử lý giao dịch thất bại	Không chấm điểm
Trung tâm lưu ký chứng khoán	Đạt
Thị trường lưu ký đủ cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ chất lượng cao	Đạt

Nguồn: ABS Research tổng hợp

- **Đánh giá tác động:** Chúng tôi ước tính TTCK Việt Nam có thể thu hút ngay thêm được khoảng 1,4 tỷ USD đối với các quỹ đầu tư thụ động như ETF (vốn đang đầu tư vào các thị trường mới nổi), việc Việt Nam được nâng hạng sẽ tự động phân bổ một phần vốn vào thị trường này. Đối với các quỹ đầu tư chủ động, việc cải thiện hoạt động của thị trường sẽ giúp TTCK Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn.
- **Khuyến nghị:** Ngành Chứng khoán (**VCI, HCM, MBS, SSI**) sẽ hưởng lợi lớn nhất từ sự kiện nâng hạng này.



# TÓM TẮT NỘI DUNG BÁO CÁO



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



## THẾ GIỚI

- Sang năm 2025, dự báo các vấn đề địa chính trị tiếp tục căng thẳng tại Nga-Ucraina và Trung Đông, biến đổi khí hậu vẫn tiếp tục gây ra nhiều thiên tai, trong khi đó, chính sách thương mại mới của Mỹ có thể thúc đẩy hơn nữa quá trình dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu. Chính sách tài khóa tiếp tục nới lỏng tại nhiều nước để hỗ trợ tăng trưởng khiến trầm trọng thêm thâm hụt ngân sách nhiều chính phủ.
- Lạm phát tiếp tục giảm về các ngưỡng mục tiêu. Chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục nới lỏng, dẫn đến lãi suất điều hành giảm ở nhiều nước trên thế giới (trừ Nhật Bản). Cụ thể, NHTW châu Âu được dự báo sẽ cắt giảm lãi suất 4 lần xuống còn 1,75% đến 2,0%.
- Với xu hướng lãi suất toàn cầu giảm, vốn đầu tư sẽ tập trung vào Trái phiếu Kho bạc Mỹ khiến lợi suất trái phiếu này giảm đi. Mặc dù Fed vừa phát đi thông điệp có thể chỉ cắt lãi suất 2 lần trong năm 2025 nhưng chúng tôi dự báo Fed sẽ cắt giảm lãi suất ít nhất 4 lần trong năm 2025, đưa lãi suất điều hành về mức tối thiểu 3,25-3,50%.
- Mỹ sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng cho kinh tế toàn cầu. Tác động tiêu cực từ các mức thuế đánh vào hàng nhập khẩu sẽ được bù đắp bởi sự nới lỏng các quy định kinh doanh và giảm thuế TNDN. Tăng trưởng GDP của Mỹ dự báo đạt 2,8% năm 2024, giảm xuống 2,0-2,5% năm 2025 và 1,8-2,3% năm 2026. Tăng trưởng GDP tại Eurozone dự báo đạt 0,8% năm nay và 1,1% năm 2025 trong bối cảnh 2 nền kinh tế lớn nhất của khu vực này là Đức và Pháp sẽ tiếp tục khó khăn.
- Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc dự kiến sẽ chậm lại và chỉ đạt 4,7%-4,8% trong 2024 (thấp hơn mục tiêu 5%) và giảm xuống còn 4,5%/4,0% vào năm 2025/2026. Nước này sẽ phải ổn định thị trường bất động sản trong bối cảnh dân số giảm, giải quyết nợ chính quyền địa phương và đối phó nguy cơ Mỹ tăng thuế lên hàng nhập khẩu (dự báo trung bình 20%, cao nhất lên tới 60%).

## VIỆT NAM

- Chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao cho năm 2025 và cả giai đoạn 2026-2030. Chúng tôi cho rằng triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt Nam năm 2025 tích cực với tăng trưởng GDP quanh mức 7,2% trong kịch bản cơ sở, được hỗ trợ bởi:
- Đầu tư công được triển khai mạnh mẽ, sẽ tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng.
  - FDI dự báo vẫn duy trì tăng trưởng mạnh nhờ chính sách thuế quan cứng rắn của Mỹ đối với Trung Quốc có thể khiến các nhà đầu tư nước ngoài ưu tiên mở rộng đầu tư tại Việt Nam, với vị trí địa lý gần Trung Quốc, hạ tầng ngày càng phát triển, các hiệp định thương mại tự do (FTA) rộng khắp, và các chính sách thu hút đầu tư của Việt Nam.
  - Các ngành hàng xuất khẩu hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế tại Mỹ và Châu Âu và sự căng thẳng về thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc. Đặc biệt, ngành xuất khẩu dịch vụ du lịch duy trì đà tăng trưởng mạnh và ngành dịch vụ công nghệ thông tin bứt phá sau nhiều bước phát triển đột phá đã đạt được trong 2024.
  - Cùng với các chính sách cải thiện an sinh xã hội, sức tiêu dùng của người dân dự báo sẽ hồi phục mạnh hơn năm 2024.
  - Sự phục hồi của bất động sản và xây dựng tiếp diễn trong năm 2025 nhờ sự cải thiện luật pháp, các dự án phát triển cơ sở hạ tầng và xây dựng công nghiệp được đẩy mạnh.
  - Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam cũng đối mặt với những thách thức từ cả trong nước và môi trường kinh tế toàn cầu. Cụ thể:
    - Việc triển khai đầu tư công thời gian qua còn chậm, quá trình sáp nhập các bộ ngành có thể làm chậm lại tiến độ giải ngân.
    - Tiêu dùng trong nước ở mức yếu do thu nhập hộ gia đình thấp, đầu tư tư nhân giảm do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng bất động sản vẫn chưa hết.

- Xuất khẩu khởi sắc sau Covid nhưng bị ảnh hưởng bởi kinh tế thế giới nhìn chung vẫn hồi phục yếu, chính sách bảo hộ của các quốc gia, bất ổn toàn cầu ảnh hưởng chuỗi cung ứng. Tình trạng dư cung tại Trung Quốc và hàng hóa giá rẻ Trung Quốc tràn sang Việt Nam do chiến tranh thương mại khiến giảm xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ;
  - Một số nhà đầu tư FDI lớn như Samsung trong vài năm qua suy yếu. Những nhà đầu tư mới như Nvidia kỳ vọng có thể thay thế vai trò đầu tàu, nhưng sẽ cần thêm thời gian.
  - Tỷ giá VND/USD chịu áp lực tăng khi chênh lệch lãi suất giữa 2 nước vẫn đang tiếp tục ở mức đáng kể, ít nhất trong nửa đầu năm 2025;
  - Việt Nam có rủi ro (dù không cao) bị Mỹ áp thuế nhập khẩu cao nếu không cải thiện cán cân thương mại với Mỹ. Vấn đề này phụ thuộc chính sách của chính quyền Mỹ.
- Tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 dự báo sẽ ở mức 16%. Với ngành bất động sản, tín dụng sẽ tăng cả ở phân khúc kinh doanh BĐS lẫn vay tiêu dùng mua nhà do sự hồi phục của ngành BĐS và lãi suất cho vay mua nhà đã đang ở mức rất thấp (5-7%/năm) cho giai đoạn 2-3 năm đầu.
- Mặt bằng lãi suất huy động dự kiến tăng 50-100 điểm cơ bản trong 2025, chịu áp lực tăng nhiều hơn khi nhu cầu tín dụng tăng tốc trong nửa sau của 2025. Lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức thấp đến hết nửa đầu năm khi 2025 trong bối cảnh nhiều ngân hàng tiếp tục tham gia giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng.
- Chúng tôi dự báo tỷ giá trong 2025 sẽ tăng khoảng 3,5–4,0%. Chỉ số DXY tiếp tục duy trì ở mức cao do triển vọng tăng trưởng kinh tế Mỹ vượt trội, đồng CNY giảm giá do triển vọng kinh tế Trung Quốc suy giảm tăng trưởng và NHTW nước này đối phó với chiến tranh thương mại. NHNN tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt hỗ trợ tăng trưởng, ưu tiên duy trì lãi suất thấp trong điều kiện mức lạm phát được cho phép cao hơn.
- **CPI năm 2025 ước tính tăng khoảng 3,9%-4,2% so với 2024.** Các yếu tố làm tăng lạm phát bao gồm:
- Thị trường bất động sản hồi phục và hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh, tăng nhu cầu tín dụng và vòng quay tiền tệ.
  - Áp lực từ tỷ giá trong 2025 ở mức cao (nhất là trong nửa đầu năm), từ đó làm tăng giá hàng hoá và nguyên vật liệu nhập khẩu từ thị trường nước ngoài.
  - Giá dịch vụ y tế, giá điện, giá dịch vụ giáo dục được điều chỉnh hàng năm.
  - Nguy cơ căng thẳng, xung đột địa chính trị ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng.
- **Các yếu tố làm giảm lạm phát:**
- Giá hàng hóa thế giới ở mức thấp do nhu cầu yếu. Nhu cầu dầu mỏ của thế giới yếu do kinh tế hồi phục yếu, cộng với chính sách tăng sản lượng khai thác của Mỹ khiến giá năng lượng thế giới dự báo ở mức thấp. Các tổ chức như Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) và OPEC đã đưa ra mức giá trung bình cho dầu Brent vào năm 2025 khoảng 70 USD/thùng, thấp hơn mức đỉnh của năm 2024 là 77-82 USD/thùng.
  - Giá gạo toàn cầu dự báo giảm trong năm 2025 khi mà Ấn Độ đã gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo Basmati từ đó tạo ra nguồn cung dồi dào.
- Chúng tôi dự báo LNST các doanh nghiệp niêm yết năm 2024 sẽ tăng khoảng 18,4% so với năm 2023, nhờ có LNST nhóm ngành Phi tài chính tăng khoảng 17,5% trong khi nhóm ngành Tài chính tăng khoảng 19,4%. Năm 2025, chúng tôi dự báo LNST các doanh nghiệp niêm yết sẽ hồi phục 17,8% svck, nhờ cả tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.

➤ Trong bối cảnh lãi suất thấp kỷ lục và không có nhiều các kênh đầu tư thay thế, dự kiến dòng tiền nội sẽ tham gia tích cực vào TTCK năm 2025. Cụ thể:

- VN-Index đã có nhịp hồi phục từ tháng 10/2023 sang Q2/2024, trước khi chuyển sang đi ngang cho đến cuối năm. VN-Index kết năm 2024 với P/E 2024F ở mức 13,42x, thấp hơn P/E 2023 ở mức 13,93x, nhờ tăng trưởng lợi nhuận tích cực của các doanh nghiệp. Mức định giá này thấp hơn một chút mức P/E bình quân 3 năm qua ở mức 13,6x.
- Xét theo các nhóm cổ phiếu, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đang có định giá hấp dẫn nhất ở mức P/E 12,16x, thấp hơn 4,3% trung bình 3 năm và thấp hơn 9,4% bình quân toàn thị trường. Ngược lại, nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình đang có định giá P/E cao nhất, cao hơn bình quân thị trường và trung bình 3 năm của nhóm. Nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ đã sụt giảm -30% trong năm, về mức bình quân.
- Mức lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm hiện tại phổ biến trong khoảng 4,6-5,4%/năm, tương đương P/E 18,5-21,7x, cao hơn mức định giá của VN-Index. Ngoài ra, xu hướng lãi suất dự kiến sẽ chưa tăng mạnh trong ít nhất nửa đầu năm 2025 do nhu cầu tín dụng chưa hồi phục ngay. Với việc tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp dự kiến cải thiện trong 2025, kênh gửi tiền tiết kiệm sẽ càng sinh lời kém hơn so với đầu tư cổ phiếu.
- Luật Chứng khoán vừa được sửa đổi với một số điều khoản có hiệu lực thi hành là ngày 1/1/2026. Dự báo năm 2025 sẽ có thêm nhiều TPDN có thể được chào bán cho công chúng đầu tư.

- Thị trường bất động sản hiện tại chưa thu hút NĐT cá nhân do một lượng vốn lớn đọng ở bất động sản, mặt bằng giá cao và tín dụng BĐS chưa được khơi thông. Với các bộ luật mới đi vào thực tiễn, nguồn cung căn hộ sẽ cải thiện trong khi chi phí phát triển quỹ đất sẽ tăng mạnh khiến dư địa tăng giá phân khúc này sẽ hạn chế. Trong khi đó, nhiều doanh nghiệp sẽ phải giảm giá bán BĐS để nhanh chóng cải thiện dòng tiền trước kỳ đáo hạn TPDN năm 2025, có thể lượng cung BĐS thứ cấp tăng cao.

- Lãi suất toàn cầu dự báo giảm dần cộng với việc các bất ổn địa chính trị vẫn còn kéo dài, vàng vẫn là kênh đầu tư thu hút vốn nhà đầu tư cá nhân trong năm 2025. Thị trường tiền kỹ thuật số đã tăng giá quá mạnh cuối 2024 và hiện đang không còn ở vùng giá an toàn cho nhà đầu tư mua mới.

➤ **Chúng tôi dự báo dòng vốn ngoại đầu tư gián tiếp vào thị trường Việt Nam sẽ cải thiện mạnh mẽ, nhất là vào nửa cuối năm 2025.** Cụ thể:

- So với các nước trong khu vực Đông Nam Á, VN-Index hiện đang giao dịch với P/B cao hơn trung bình nhưng P/E lại thấp hơn trung bình. Điều đó phản ánh thực tế hiệu suất sử dụng vốn ROE của VN-Index cao nhất trong khu vực, trong khi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index vẫn ở mức tích cực.
- Năm 2025, Mỹ và EU sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ. Trong khi đó, Trung Quốc đã và đang thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng, tăng cung tiền. Chênh lệch lãi suất giữa USD và VND sẽ được thu hẹp dần.
- Các giải pháp nâng hạng TTCK Việt Nam và vận hành hệ thống giao dịch KRX là yếu tố hấp dẫn dòng tiền nhanh từ các quỹ ETF trong ngắn hạn. Triển vọng Việt Nam được FTSE nâng hạng lên “Thị trường mới nổi” trong kỳ xem xét tháng 9/2025 sẽ khiến thị trường Việt Nam trở nên hấp dẫn đối với NĐT ngoại.

Với triển vọng kinh tế có sự bứt phá mạnh mẽ trong năm 2025 tiến vào kỷ nguyên mới, lãi suất toàn cầu trong đà giảm và lãi suất VND vẫn duy trì ở mức thấp, xuất nhập khẩu phục hồi, lạm phát và tỷ giá trong khả năng kiểm soát của chính phủ, đầu tư công giải ngân mạnh, Việt Nam tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn của dòng vốn FDI, tăng trưởng tín dụng cải thiện, nhiều cải cách thể chế được thực hiện... ABS dự báo VN-Index năm 2025 tăng vượt đỉnh năm 2024 và hướng tới mục tiêu 1345 – 1358 và 1370-1397 điểm trong kịch bản chủ đạo. Mức định giá được nâng lên nhờ vào sự cải thiện của cả KQKD của doanh nghiệp và dòng tiền thị trường, trên nền mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp và dòng vốn ngoại quay trở lại trước viễn cảnh Việt Nam được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi.

### **KỊCH BẢN 1 – TÍCH CỰC – KỊCH BẢN ƯU TIÊN**

Trong kịch bản tích cực, TTCK Việt Nam tiếp tục phản ánh triển vọng tăng trưởng kinh tế tích cực. Chỉ số chính dự báo tăng trưởng với các ngưỡng kỳ vọng 13%-16%- 21% so với vùng đáy 1165-1198 điểm.

Dự báo chỉ số VN-Index sẽ có nhịp tăng trung hạn tiếp theo với biên độ 240 – 260 điểm. Trong đó, năm 2025 có các nhịp tăng điểm ngắn hạn với biên độ tuyến tính 80 -120 điểm, đồng pha tăng trung hạn, hướng tới chinh phục các vùng giá 1345 – 1358 và 1370-1397 (có thể đạt tới ngưỡng 1408 - 1435 điểm).

Mặc dù thị trường tăng điểm nhưng dòng tiền vào TTCK vẫn bị ảnh hưởng tiêu cực từ các thị trường tài sản khác với thị trường bất động sản và thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang hồi phục, thị trường vàng vẫn còn nhiều cơ hội, lãi suất tiết kiệm tăng, sức ép từ tỷ giá tăng lên...

Do đó, mốc xác nhận thị trường bứt phá biên đi ngang, vào pha tăng trung hạn khi VN-Index kết nển tuần/ nển tháng trên mốc 1310+/- điểm, với thanh khoản giao dịch bình quân/phiên trên 25 ngàn tỷ đồng trong tuần gần nhất. Mốc hỗ trợ của kịch bản này là 1198 điểm.

### **KỊCH BẢN 2 – TIÊU CỰC**

Kịch bản này xảy ra khi có các sự kiện lớn bất thường trên thế giới diễn ra nhanh và tác động mạnh vào nỗ lực phục hồi kinh tế của Việt Nam, trong bối cảnh các nền kinh tế có quan hệ thương mại – đầu tư lớn với Việt Nam như EU, Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan,... chưa thoát khỏi khó khăn và tiềm ẩn các yếu tố bất ổn chính trị. Trong khi đó, đồng USD duy trì sức mạnh khi đang ở trong một xu hướng tăng dài hạn, được hỗ trợ bởi nền kinh tế Mỹ mạnh lên.

Thị trường đã trải qua 24 tháng hồi phục mở rộng về thời gian và biên độ của pha sóng hồi, góc lên đạt ngưỡng 45 độ, tới vùng kháng cự 1300 điểm. Trong kịch bản tiêu cực, thị trường có thể điều chỉnh trở lại hoàn thiện pha thứ 2 của cấu trúc điều chỉnh dài hạn cho toàn bộ xu hướng tăng 12 năm, từ năm 2000 -2022.

Mốc xác nhận rủi ro là khi VN-Index phá qua mốc đáy 1198 điểm. Khi đó nhà đầu tư nên hạ các vị thế cổ phiếu đã mua ngắn hạn và trung hạn.

Tiếp theo là mốc đáy trung hạn 1030 điểm được thiết lập tháng 11/2023. Khi VN-Index phá vỡ mốc này, nhà đầu tư cần chủ động thoát toàn bộ các vị thế đầu tư. Các giao dịch sau đó chỉ nên được xác định là các giao dịch mua bán nghịch pha của một thị trường đang điều chỉnh trung và dài hạn.

Mốc hỗ trợ của thị trường đối với kịch bản dự phóng thị trường tích cực: 1198-1164 điểm. Đây cũng là mốc phân định kịch bản tích cực và rủi ro. Vùng thời gian chú ý đầu tiên là cuối tháng 3 - đầu tháng 4 /2025.

### CHIẾN LƯỢC HÀNH ĐỘNG NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Với dự báo **kịch bản tích cực** là chủ đạo, thị trường có thể bước vào pha tăng trung hạn tiếp theo trong năm 2025, chúng tôi đề xuất chiến lược **Giao dịch năng động với nhà đầu tư cá nhân**. Nhà đầu tư nên ưu tiên đầu tư với các cổ phiếu mạnh, trên biểu đồ tuần và ngày có cùng xu hướng đồng pha tăng để tối ưu lợi nhuận trong giao dịch. Nhà đầu tư cần chú ý hạ tỷ trong khi thị trường tăng tới mức biên độ đề xuất trong kịch bản.

Nhà đầu tư năng động có thể giao dịch từng nhịp tăng ngày trên pha tăng trung hạn, và giải ngân khi thị trường điều chỉnh giảm các ngưỡng 40+/- điểm hoặc thị trường rung lắc, ưu tiên đối với cổ phiếu giảm về mốc hỗ trợ MA10/MA20 tuần.

Đối với các cổ phiếu trong cuối năm 2024 đầu năm 2025 đang có trạng thái tạo đáy trung hạn và cho điểm mua, nhà đầu tư hoàn toàn có thể giải ngân trước một phần vị thế.

Theo đó, nhà đầu tư nên giải ngân tại các vùng hỗ trợ trung hạn của VN-Index tại 1130 và 1080 điểm trong những nhịp điều chỉnh của thị trường và hạ tỷ trọng ở các ngưỡng kháng cự mạnh của Kịch bản 1 ở 1255 và 1320-1340-1358 điểm.

### CÁC DÒNG CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

**Các dòng cổ phiếu quan tâm** được đề cập trong phần Câu chuyện đầu tư, và danh mục khuyến nghị cổ phiếu ở phần sau của báo cáo. Theo đó chúng tôi chú trọng vào các ngành hưởng lợi từ các câu chuyện:

- Chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ tăng trưởng: Ngân hàng (**BID, CTG, STB, ACB**), Bất động sản dân cư (**KDH, NLG, PDR**), Xây dựng hạ tầng (**VCG, LCG**), Thép (**HPG**), Điện (**REE, POW, PC1**), Bán lẻ (**MWG, FRT, PNJ**)...
- Việt Nam hưởng lợi từ xu hướng hợp tác giữa các nhóm nước thân thiện (friend-shoring): Bất động sản Khu công nghiệp (**IDC, KBC, BCM**), Xây dựng công nghiệp (**CTD**), Cảng biển (**GMD, VSC**), Vận tải biển (**PVT, HAH, GSP**), Dệt may (**MSH, TNG**), Thủy sản (**VHC**), Gỗ (**PTB**), Đá ốp lát, Công nghệ (**FPT, CMG**), Hóa chất (**DGC**), Dầu khí trung nguồn (**GAS**).
- Cải cách thể chế và luật pháp hỗ trợ nền kinh tế: Thực phẩm/Chăn nuôi (**MSN**), Dược và Y tế (**DBD**), Ngành Phân bón (**DCM**), Dầu khí hạ nguồn (**PLX**)
- Triển vọng Thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng: ngành Chứng khoán (**VCI, HCM, MBS, SSI**).

## DỰ BÁO CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ CHÍNH 2025

	Kịch bản khả quan	Kịch bản cơ sở	Kịch bản kém khả quan
Tăng trưởng GDP	7.4-7.8%	7.0-7.4%	6.5-7.0%
CPI	3.70%	3.90%	4,20%

Các chỉ số vĩ mô khác như sau:

Chỉ số	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Cán cân thương mại (tỷ USD)	11,1	19,1	4,0	11,2	28,5	25	26,2
Tỷ giá (VND/USD)	23.230	23.215	22.930	23.780	24.770	25.500	26.500
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79,0	94,4	107,0	82,0	87,2	79	82
Tăng trưởng tín dụng (% svck)	13,7	12,0	13,0	14,5	13,7	14,5	16

# ☛ DANH MỤC CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ 2025

NGÀNH	TRIỂN VỌNG	CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	GIA TẠI NGÀY 29/11/2024	GIA MỤC TIÊU 2025	% TĂNG GIÁ	KHUYẾN NGHỊ
NGÂN HÀNG	TÍCH CỰC	CTG	35.750	44.500	24,4%	MUA
		STB	33.300	40.500	21,6%	MUA
		ACB	25.200	32.000	26,9%	MUA
		BID	46.750	57.500	22,9%	MUA
CHỨNG KHOÁN	TÍCH CỰC	VCI	33.100	42.500	28,3%	MUA
		HCM	28.150	38.500	36,7%	MUA
		MBS	28.000	37.000	32,1%	MUA
		SSI	24.550	31.500	28,3%	MUA
BDS DÂN CƯ	TÍCH CỰC	KDH	33.150	40.300	21,6%	MUA
		NLG	38.450	45.200	17,6%	MUA
		PDR	21.200	24.100	13,7%	KHẢ QUAN
BDS KHU CN	TÍCH CỰC	IDC	55.400	62.600	13,0%	KHẢ QUAN
		KBC	27.750	34.800	25,4%	MUA
		BCM	66.500	74.900	12,6%	KHẢ QUAN
XÂY DỰNG	TÍCH CỰC	VCG	17.400	21.600	24,1%	MUA
		LCG	10.500	11.800	12,4%	KHẢ QUAN
		CTD	65.800	76.600	16,4%	MUA
THÉP	TÍCH CỰC	HPG	26.750	33.500	25,2%	MUA
ĐIỆN	TÍCH CỰC	REE	67.200	76.100	13,2%	KHẢ QUAN
		POW	12.400	14.200	14,5%	KHẢ QUAN
		PC1	23.100	28.400	22,9%	MUA
DẦU KHÍ TRUNG NGUỒN	TÍCH CỰC	GAS	69.600	75.700	8,8%	KHẢ QUAN
		DẦU KHÍ HẠ NGUỒN	TRUNG LẬP	PLX	40.000	43.500
BÁN LẺ	TÍCH CỰC	MWG	60.500	74.000	22,3%	MUA
		FRT	178.500	198.000	10,9%	KHẢ QUAN
		PNJ	92.900	107.100	15,3%	MUA
CÔNG NGHỆ THÔNG TIN	TÍCH CỰC	FPT	144.300	155.900	8,0%	KHẢ QUAN
		CMG	56.800	63.700	12,3%	KHẢ QUAN
CẢNG BIỂN	TÍCH CỰC	GMD	64.700	72.200	11,6%	KHẢ QUAN
		VSC	16.000	17.800	12%	KHẢ QUAN
VẬN TẢI BIỂN	TRUNG LẬP	HAH	48.000	53.500	11%	KHẢ QUAN
		PVT	27.000	32.500	20%	MUA
		GSP	12.900	14.500	12%	KHẢ QUAN
CHĂN NUÔI/ LƯƠNG THỰC THỰC PHẨM	TÍCH CỰC	MSN	73.200	89.500	22,3%	MUA
		DBC	26.900	32.000	18,9%	MUA
THỦY SẢN	TÍCH CỰC	VHC	72.800	81.000	11,3%	KHẢ QUAN
DỆT MAY	TÍCH CỰC	MSH	49.200	63.500	29%	MUA
		TNG	25.000	30.000	20%	MUA
GỖ	TÍCH CỰC	PTB	63.900	75.000	17%	MUA
PHÂN BÓN/HÓA CHẤT	TRUNG LẬP	DCM	36.900	40.200	8,9%	KHẢ QUAN
		DGC	109.500	130.900	19,5%	MUA
DƯỢC	TÍCH CỰC	DBD	56.400	59.900	6,2%	TRUNG LẬP



# CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2025



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



## DỰ BÁO VN-INDEX NĂM 2025

Với triển vọng kinh tế có sự bứt phá mạnh mẽ trong năm 2025 tiến vào kỷ nguyên mới, lãi suất toàn cầu trong đà giảm và lãi suất VND vẫn duy trì ở mức thấp, xuất nhập khẩu phục hồi, lạm phát và tỷ giá trong khả năng kiểm soát của chính phủ, đầu tư công giải ngân mạnh, Việt Nam tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn của dòng vốn FDI, tăng trưởng tín dụng cải thiện, nhiều cải cách thể chế được thực hiện ... ABS dự báo VN-Index năm 2025 tăng vượt đỉnh năm 2024 và hướng tới mục tiêu 1345 – 1358 và 1370-1397 điểm trong kịch bản chủ đạo. Mức định giá được nâng lên nhờ vào sự cải thiện của cả KQKD của doanh nghiệp và dòng tiền thị trường, trên nền mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp và dòng vốn ngoại quay trở lại trước viễn cảnh Việt Nam được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi.

### Kịch bản 1 - Tích cực – Kịch bản ưu tiên

Trong kịch bản tích cực, TTCK Việt Nam tiếp tục phản ánh triển vọng tăng trưởng kinh tế tích cực. Chỉ số chính dự báo tăng trưởng với các ngưỡng kỳ vọng 13%-16%- 21% so với vùng đáy 1165-1198 điểm.

Dự báo chỉ số VN-Index sẽ có nhịp tăng trung hạn tiếp theo với biên độ 240 – 260 điểm. Trong đó, năm 2025 có các nhịp tăng điểm ngắn hạn với biên độ tuyến tính 80 -120 điểm, đồng pha tăng trung hạn, hướng tới chinh phục các vùng giá 1345 – 1358 và 1370-1397 (có thể đạt tới ngưỡng 1408 - 1435 điểm).

Mặc dù thị trường tăng điểm nhưng dòng tiền vào TTCK vẫn bị ảnh hưởng tiêu cực từ các thị trường tài sản khác với thị trường bất động sản và thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang hồi phục, thị trường vàng vẫn còn nhiều cơ hội, lãi suất tiết kiệm tăng, sức ép từ tỷ giá tăng lên...

Do đó, mốc xác nhận thị trường bứt phá biên đi ngang, vào pha tăng trung hạn khi VN-Index kết nấn tuần/ nấn tháng trên mốc 1310+/- điểm, với thanh khoản giao dịch bình quân/phiên trên 25 ngàn tỷ đồng trong tuần gần nhất. Mốc hỗ trợ của kịch bản này là 1198 điểm.

# ➤ DỰ BÁO VNINDEX – KỊCH BẢN 1

Chỉ số VNINDEX - 1W O1262.45 H1265.20 L1261.62 C1262.76 +5.26 (+0.42%)



## DỰ BÁO VNINDEX NĂM 2025 (tiếp)

### Kịch bản 2- Tiêu cực

Kịch bản này xảy ra khi có các sự kiện lớn bất thường trên thế giới diễn ra nhanh và tác động mạnh vào nỗ lực phục hồi kinh tế của Việt Nam, trong bối cảnh các nền kinh tế có quan hệ thương mại – đầu tư lớn với Việt Nam như EU, Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan,... chưa thoát khỏi khó khăn và tiềm ẩn các yếu tố bất ổn chính trị. Trong khi đó, đồng USD duy trì sức mạnh khi đang ở trong một xu hướng tăng dài hạn, được hỗ trợ bởi nền kinh tế Mỹ mạnh lên.

Thị trường đã trải qua 24 tháng hồi phục mở rộng về thời gian và biên độ của pha sóng hồi, góc lên đạt ngưỡng 45 độ, tới vùng kháng cự 1300 điểm. Trong kịch bản tiêu cực, thị trường có thể điều chỉnh trở lại hoàn thiện pha thứ 2 của cấu trúc điều chỉnh dài hạn cho toàn bộ xu hướng tăng 12 năm, từ năm 2000 - 2022.

Mốc xác nhận rủi ro là khi VN-Index phá qua mốc đáy 1198 điểm. Khi đó nhà đầu tư nên hạ các vị thế cổ phiếu đã mua ngắn hạn và trung hạn.

Tiếp theo là mốc đáy trung hạn 1030 điểm được thiết lập tháng 11/2023. Khi VN-Index phá vỡ mốc này, nhà đầu tư cần chủ động thoát toàn bộ các vị thế đầu tư. Các giao dịch sau đó chỉ nên được xác định là các giao dịch mua bán nghịch pha của một thị trường đang điều chỉnh trung và dài hạn.

Mốc hỗ trợ của thị trường đối với kịch bản dự phóng thị trường tích cực: 1198-1164 điểm. Đây cũng là mốc phân định kịch bản tích cực và rủi ro. Vùng thời gian chú ý đầu tiên là cuối tháng 3 - đầu tháng 4 /2025.



## CHIẾN LƯỢC HÀNH ĐỘNG NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Với dự báo **kịch bản tích cực** là chủ đạo, thị trường có thể bước vào pha tăng trung hạn tiếp theo trong năm 2025, chúng tôi đề xuất chiến lược **Giao dịch năng động với nhà đầu tư cá nhân**. Nhà đầu tư nên ưu tiên đầu tư với các cổ phiếu mạnh, trên biểu đồ tuần và ngày có cùng xu hướng đồng pha tăng để tối ưu lợi nhuận trong giao dịch. Nhà đầu tư cần chú ý hạ tỷ trọng khi thị trường tăng tới mức biên độ đề xuất trong kịch bản.

Nhà đầu tư năng động có thể giao dịch từng nhịp tăng ngày trên pha tăng trung hạn, và giải ngân khi thị trường điều chỉnh giảm các ngưỡng 40+/- điểm hoặc thị trường rung lắc, ưu tiên đối với cổ phiếu giảm về mốc hỗ trợ MA10/MA20 tuần.

Đối với các cổ phiếu trong cuối năm 2024 đầu năm 2025 đang có trạng thái tạo đáy trung hạn và cho điểm mua, nhà đầu tư hoàn toàn có thể giải ngân trước một phần vị thế.

Theo đó, nhà đầu tư nên giải ngân tại các vùng hỗ trợ trung hạn của VN-Index tại 1130 và 1080 điểm trong những nhịp điều chỉnh của thị trường và hạ tỷ trọng ở các ngưỡng kháng cự mạnh của Kịch bản 1 ở 1255 và 1320-1340-1358 điểm.



## CHIẾN LƯỢC HÀNH ĐỘNG NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Các dòng cổ phiếu quan tâm được đề cập trong phần Câu chuyện đầu tư, và danh mục khuyến nghị cổ phiếu ở phần sau của báo cáo. Theo đó chúng tôi chú trọng vào các ngành hưởng lợi từ các câu chuyện:

- Chính sách tiền tệ và tài khóa hỗ trợ tăng trưởng: Ngân hàng (**BID, CTG, STB, ACB**), Bất động sản dân cư (**KDH, NLG, PDR**), Xây dựng hạ tầng (**VCG, LCG**), Thép (**HPG**), Điện (**REE, POW, PC1**), Bán lẻ (**MWG, FRT, PNJ**)...
- Việt Nam hưởng lợi từ xu hướng hợp tác giữa các nhóm nước thân thiện (friend-shoring): Bất động sản Khu công nghiệp (**IDC, KBC, BCM**), Xây dựng công nghiệp (**CTD**), Cảng biển (**GMD, VSC**), Vận tải biển (**PVT, HAH, GSP**), Dệt may (**MSH, TNG**), Thủy sản (**VHC**), Gỗ (**PTB**), Đá ốp lát, Công nghệ (**FPT, CMG**), Hóa chất (**DGC**), Dầu khí trung nguồn (**GAS**).
- Cải cách thể chế và luật pháp hỗ trợ nền kinh tế: Thực phẩm/Chăn nuôi (**MSN**), Dược và Y tế (**DBD**), Ngành Phân bón (**DCM**), Dầu khí hạ nguồn (**PLX**)
- Triển vọng Thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng: ngành Chứng khoán (**VCI, HCM, MBS, SSI**).



# TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ THẾ GIỚI 2024

Bức tranh nhiều gam màu



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



- Kinh tế thế giới năm 2024 đã chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực do các cuộc xung đột địa chính trị kéo dài ở Ukraine, Trung Đông...; bất ổn chính trị ở hàng loạt nền kinh tế lớn, nhiều thảm họa - thiên tai diễn ra trầm trọng do biến đổi khí hậu gia tăng. Điều này đã đẩy giá kim loại quý tăng lên các mức cao kỷ lục.
- Xu hướng phân mảnh thị trường và công nghệ thế giới ngày càng rõ rệt, thể hiện qua sự mở rộng của khối BRICS và các biện pháp trừng phạt của Mỹ và châu Âu đối với các ngành công nghệ Trung Quốc, làm suy yếu hợp tác quốc tế cũng như hiệu quả của chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Hoạt động sản xuất toàn cầu tuy hồi phục nhưng vẫn còn yếu. Chỉ số PMI sản xuất tại một số nền kinh tế lớn như Mỹ, châu Âu và Trung Quốc vẫn dưới ngưỡng 50, thể hiện sản xuất tiếp tục thu hẹp qua các tháng. Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD) dự báo tăng trưởng toàn cầu năm nay đạt tốc độ 3,1%, thấp hơn một chút so với năm ngoái.

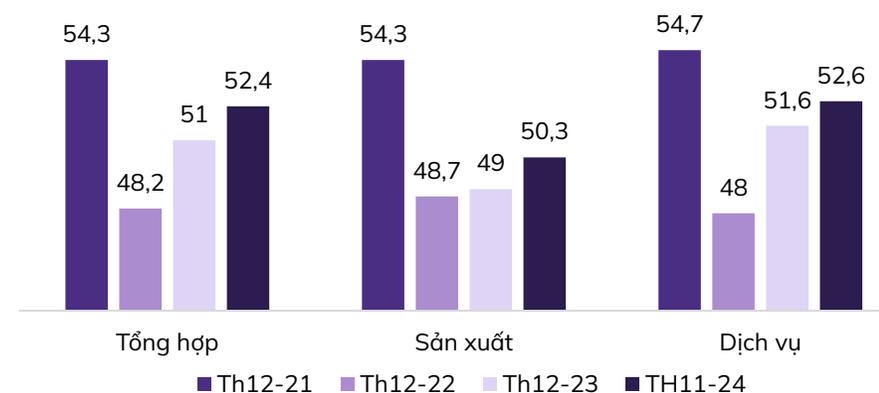
- Triển vọng tăng trưởng 2024 khá chênh lệch giữa các khu vực và các nền kinh tế. Nước Mỹ trong năm 2024 tiếp tục đẩy mạnh các chương trình đầu tư vào hạ tầng cơ sở, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ, năng lượng tái tạo và cơ sở hạ tầng kỹ thuật số. Nền kinh tế lớn nhất thế giới vẫn thể hiện khả năng phục hồi mạnh mẽ, tốt hơn so với kỳ vọng, với thu nhập hộ gia đình và tiêu dùng cải thiện.
- Châu Âu chưa thoát khỏi khó khăn, với tình hình chính trị bất ổn, giá năng lượng cao, đầu tư chậm lại và nhu cầu suy yếu ở các thị trường nước ngoài quan trọng. Thêm vào đó là tác động tiêu cực từ cuộc chiến Nga – Ukraine và làn sóng người di cư từ các khu vực bất ổn Ukraine và Trung Đông gia tăng.
- Trung Quốc tiếp tục chuyển đổi từ mô hình tăng trưởng dựa vào xuất khẩu và đầu tư sang mô hình tăng trưởng dựa vào tiêu dùng nội địa và đổi mới sáng tạo; thực hiện các biện pháp hỗ trợ thị trường BĐS đang suy thoái cũng như thông qua gói tài khóa 1.400 tỷ USD để tái cơ cấu nợ chính quyền địa phương vốn đang ở mức rủi ro.

**Dự báo tăng trưởng kinh tế cho các nền kinh tế lớn và toàn cầu (%)**



Nguồn: Worldbank, số liệu của ASEAN do ADB ước tính, ABS Research

**Chỉ số PMI toàn cầu**

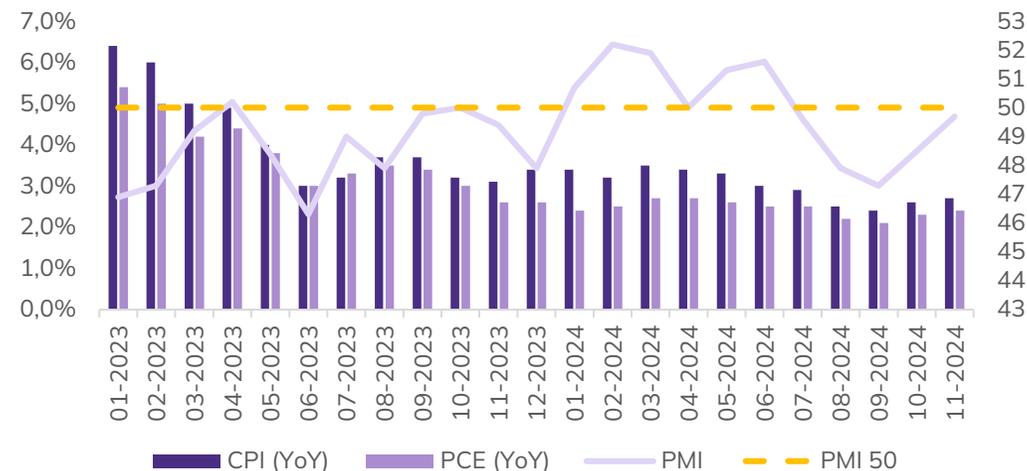


Nguồn: IHS Markit, ABS Research

# ➤ CÁC NHTƯ LỚN TRÊN THẾ GIỚI GIẢM LÃI SUẤT KHI LẠM PHÁT GIẢM DẦN

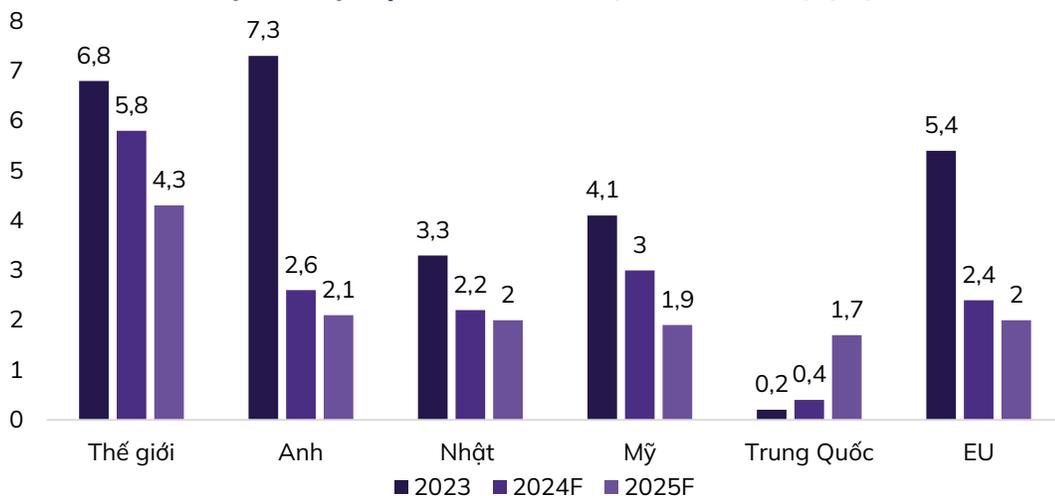
- Với lãi suất điều hành ở mức cao, nguồn cung hàng hóa khả quan hơn so với giai đoạn hậu đại dịch và giá năng lượng thấp hơn đang giúp nhiều nước thành công trong nỗ lực kiềm chế lạm phát. Tại nhiều nước, lạm phát tiếp tục tiến gần đến mục tiêu. Lạm phát ở Mỹ đã giảm xuống còn 2.7% cuối 2024 và dự kiến sẽ giảm xuống mức mục tiêu 2% vào năm 2025. Lạm phát ở khu vực EU cũng đã đạt được mục tiêu của ECB (2%) trong tháng 9 và tháng 10 năm 2024.
- Từ giữa năm, một loạt NHTW lớn trên thế giới như NHTW Canada, NHTW Châu Âu (ECB),... đã bắt đầu hạ lãi suất nhằm giảm áp lực cho nền kinh tế. Tiếp theo sau, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã thực hiện hạ lãi suất 3 lần trong 2024, đưa lãi suất xuống mức 4,25% - 4,5%.
- Trước xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ của các nước trên thế giới, Trung Quốc đã thay đổi chính sách tiền tệ từ “thận trọng” sang nới lỏng “vừa phải” trong bối cảnh nguy cơ giảm phát vẫn còn hiện hữu và tăng trưởng kinh tế trì trệ.

CPI, PMI của Mỹ



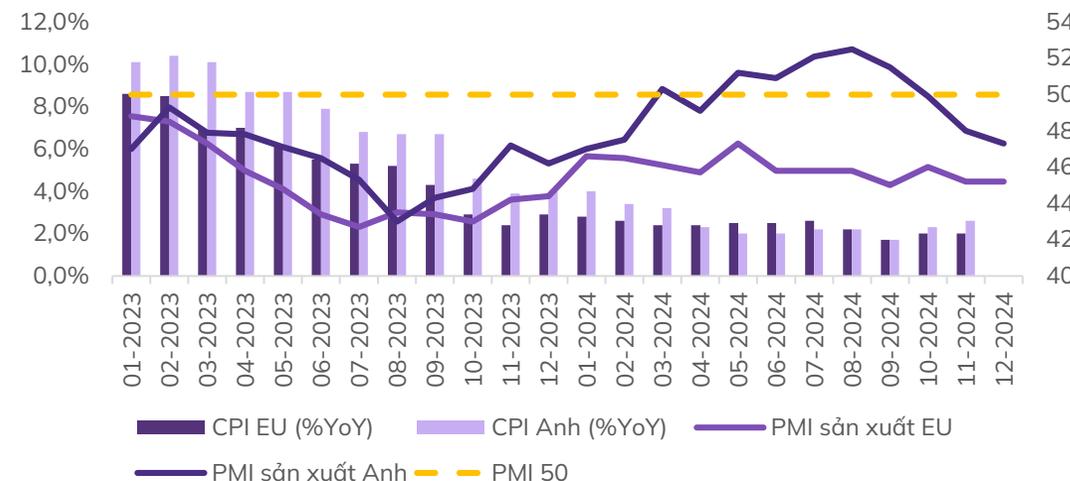
Nguồn: Investing, ABS Research

Dự báo lạm phát toàn cầu (2023 - 2025) (%)



Nguồn IMF, ABS Research

CPI, PMI của Anh và EU



Nguồn: Investing, ABS Research



# TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM 2024

Tăng trưởng tốt hơn dự kiến



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

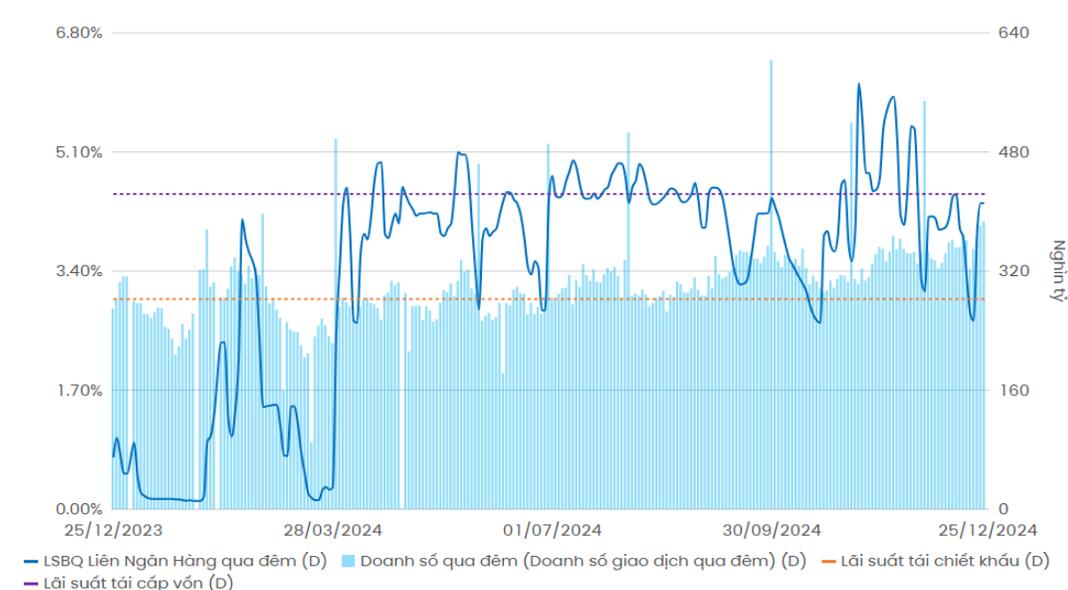


# CHÍNH PHỦ NỔ LỰC THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Trong năm 2024, chính phủ đã tích cực triển khai nhiều giải pháp hỗ trợ nền kinh tế. Cụ thể:

- **Linh hoạt điều hành chính sách tiền tệ:** NHNN đã hai lần chủ động điều chỉnh chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các tổ chức tín dụng (TCTD) vào ngày 28/8 và ngày 28/11 để kịp thời đáp ứng vốn cho nền kinh tế, hỗ trợ sản xuất, kinh doanh. NHNN cũng đã điều hành tỷ giá linh hoạt, phối hợp đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ để hạn chế áp lực tỷ giá; công bố phương án bán ngoại tệ cho các TCTD để sẵn sàng hỗ trợ thanh khoản cho thị trường trong những giai đoạn áp lực lớn. Ngoài ra, NHNN đã chỉ đạo triển khai quyết liệt các chương trình, chính sách tín dụng theo chỉ đạo của Chính phủ như Chương trình hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng của bão Yagi, gói tín dụng đối với lĩnh vực nông, lâm, thủy sản,...
- **Thúc đẩy chính sách tài khóa:** Đẩy mạnh giải ngân các gói đầu tư công giá trị 680 nghìn tỷ đồng, gia hạn/miễn/giảm các loại thuế.
- **Các quy định pháp luật:** Hỗ trợ thị trường chứng khoán thị trường TPDN, hỗ trợ doanh nghiệp.
- **Chính sách đối ngoại:** Nâng cấp quan hệ đối tác toàn diện với UAE, đối tác chiến lược toàn diện với Pháp, đối tác chiến lược với Brazil,...
- **Kết quả:** Nhiều tổ chức dự báo GDP Việt Nam hoàn thành được mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6,5 - 7,0% do Quốc hội đề ra và thuộc nhóm tăng trưởng cao nhất khu vực và thế giới. Đây là con số rất tích cực trong bối cảnh kinh tế thế giới còn nhiều bất ổn. Điểm sáng là mức tăng GDP đã cao dần qua các quý, sản xuất công nghiệp và xây dựng đã hồi phục mạnh mẽ, CPI trong tầm kiểm soát.

## NHNN giữ nguyên lãi suất chiết khấu và tái cấp vốn trong 2024



Nguồn: FiinPro, ABS Research

## Các chính sách của Quốc hội và Chính phủ hỗ trợ nền kinh tế

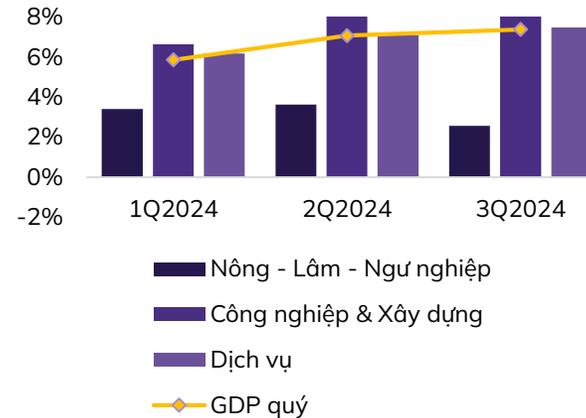
Lĩnh vực	Chính sách
Bất động sản	Luật Kinh doanh Bất động sản 2023, Luật Nhà ở 2023 và Luật Đất đai 2024 đã được thông qua và có hiệu lực từ 01/08/2024 (sớm hơn 5 tháng so với nghị quyết của Quốc hội tại kỳ họp tháng 1/2024) Nghị quyết số 161/2024/QH15
Thị trường chứng khoán	Luật Chứng khoán sửa đổi Thông tư 68/2024/TT-BTC
Hỗ trợ doanh nghiệp	Gia hạn/ miễn/ giảm các loại thuế (VAT, thu nhập cá nhân, tiêu thụ đặc biệt). Nghị định số 72/2024/NĐ-CP; Nghị định 64/2024/NĐ-CP, Nghị định 65/2024/NĐ-CP
Chính sách khác	31 Luật đã được Quốc hội thông qua trong các kỳ họp Quốc hội thứ 5,7,11. Trong đó, một số luật tiêu biểu như: Luật Đầu tư công 2024, Luật Thuế giá trị gia tăng 2024,...

Nguồn: ABS Research tổng hợp

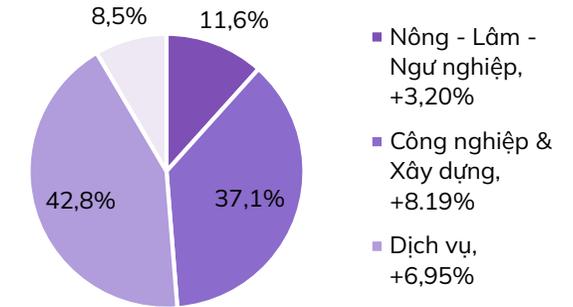
Nền kinh tế Việt Nam liên tục duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ qua các quý (Q1: +5,87%; Q2: +6,93%; Q3: +7,4%). Tính chung 9 tháng năm 2024, GDP tăng 6,82% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó:

- Khu vực công nghiệp và xây dựng, sản xuất của nhiều ngành công nghiệp trọng điểm tăng cao so với cùng kỳ năm trước và mạnh nhất trong các khu vực. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9,76%; ngành xây dựng tăng 7,48%; sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí tăng 11,11%. Ngược lại, ngành khai khoáng sụt giảm 7,01%.
- Khu vực dịch vụ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ các ngành bán buôn bán lẻ tăng 7,56% so với cùng kỳ năm trước, vận tải – kho bãi tăng 11,03%; tài chính – ngân hàng – bảo hiểm, dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 6,47%; hoạt động chuyên môn, khoa học và công nghệ tăng 6,08%.
- Khu vực nông nghiệp phía bắc chịu ảnh hưởng nặng nề từ cơn bão số 3 vào tháng 9/2024 nên tăng trưởng có xu hướng chậm lại so với cùng kỳ các năm trước, tăng 3,20%, chỉ cao hơn tốc độ tăng của cùng kỳ 2020 do ảnh hưởng bởi COVID. Các tỉnh phía nam, sản xuất vẫn phát triển ổn định, một số vùng trọng điểm về chăn nuôi, thủy sản tăng ổn định góp phần giảm thiệt hại cho sản xuất nông nghiệp. Sản xuất nông nghiệp tại Việt Nam đang chuyển dần từ quy mô nhỏ lẻ sang hướng công nghiệp hóa và hiện đại hóa, tập trung vào chất lượng, bền vững và đáp ứng yêu cầu quốc tế.
- Về cơ cấu nền kinh tế 9T/2024, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chiếm tỷ trọng 11,64%; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 37,10%; khu vực dịch vụ chiếm 42,80%; thuế sản phẩm trừ trợ cấp sản phẩm chiếm 8,46%.

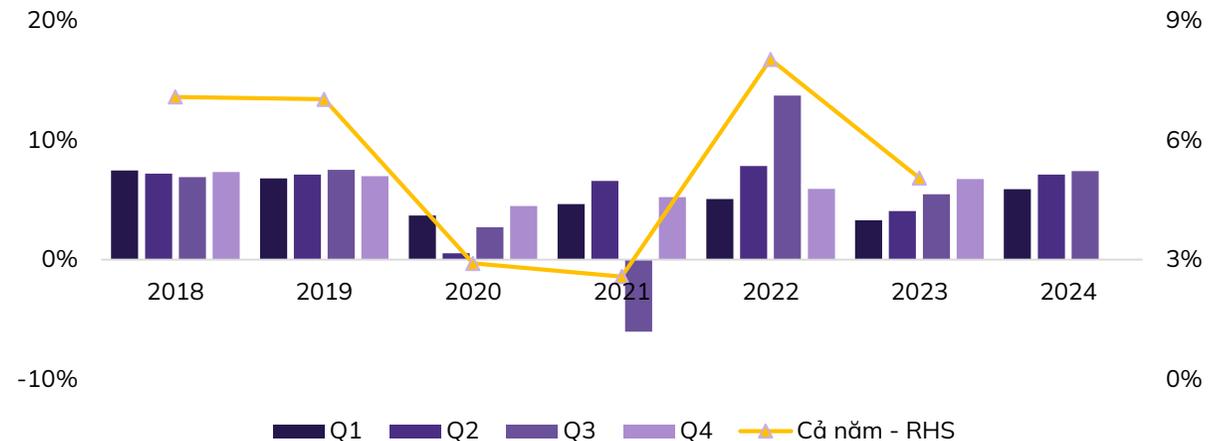
### Tốc độ tăng GDP các quý năm 2024



### Tỷ trọng các khu vực trong GDP 9T/2024



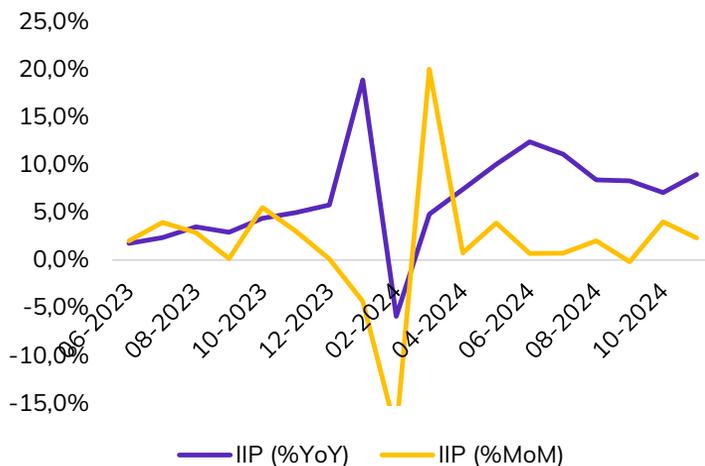
### Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam (% svck)



Nguồn: GSO, ABS Research

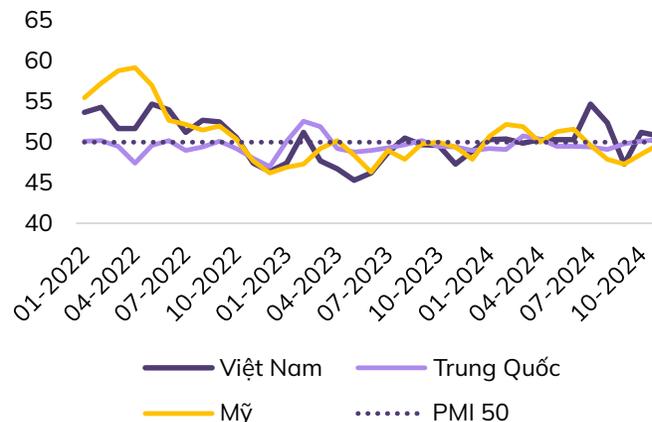
# CHỈ SỐ CÔNG NGHIỆP CHO THẤY NHIỀU ĐIỂM SÁNG

### Chỉ số IIP của Việt Nam



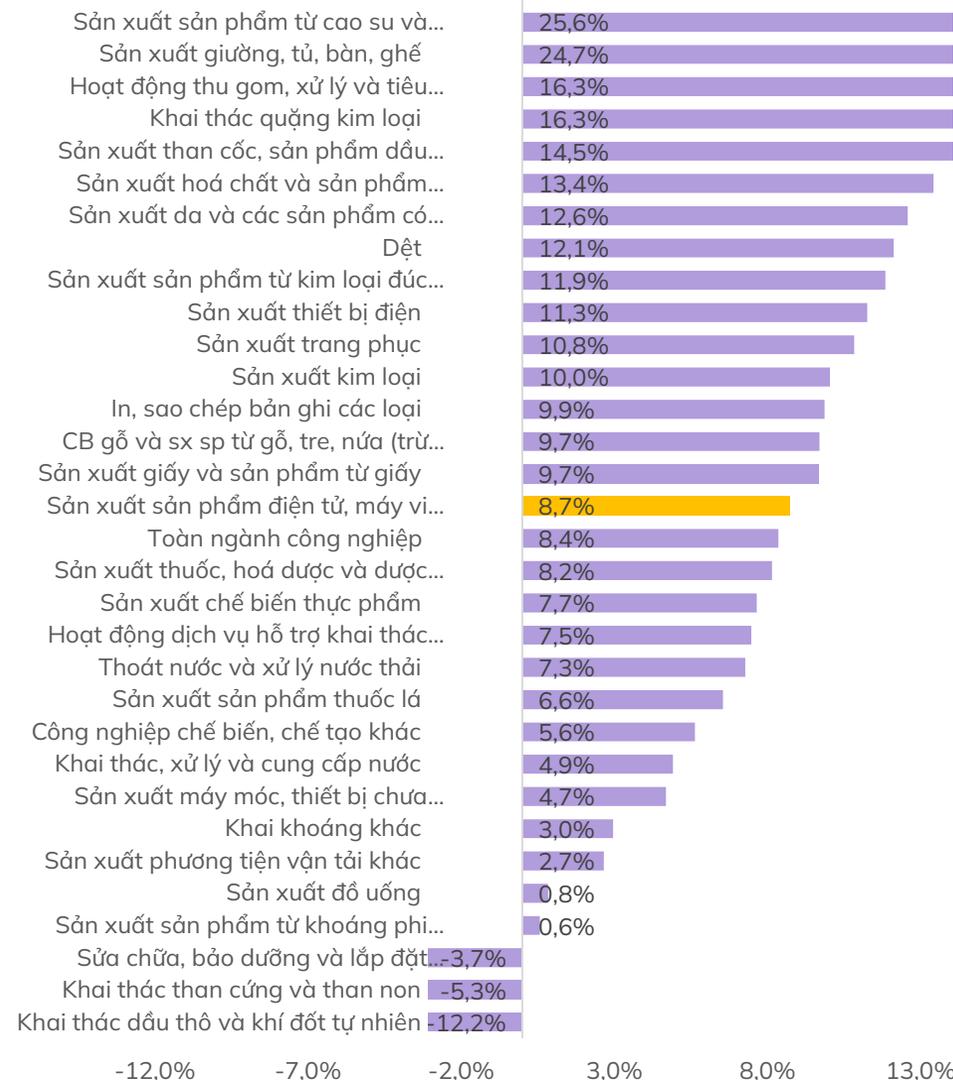
Nguồn: GSO, ABS Research

### Chỉ số PMI của Việt Nam, Trung Quốc và Mỹ



Nguồn: Investing, ABS Research

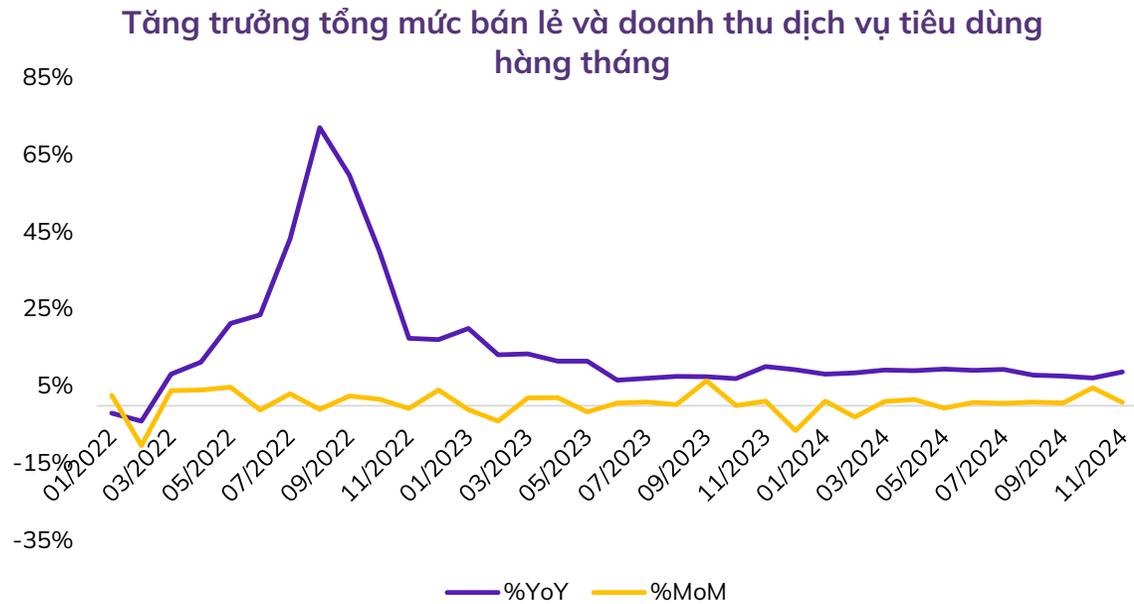
### Chỉ số IIP năm 11T/2024 theo ngành (%YoY)



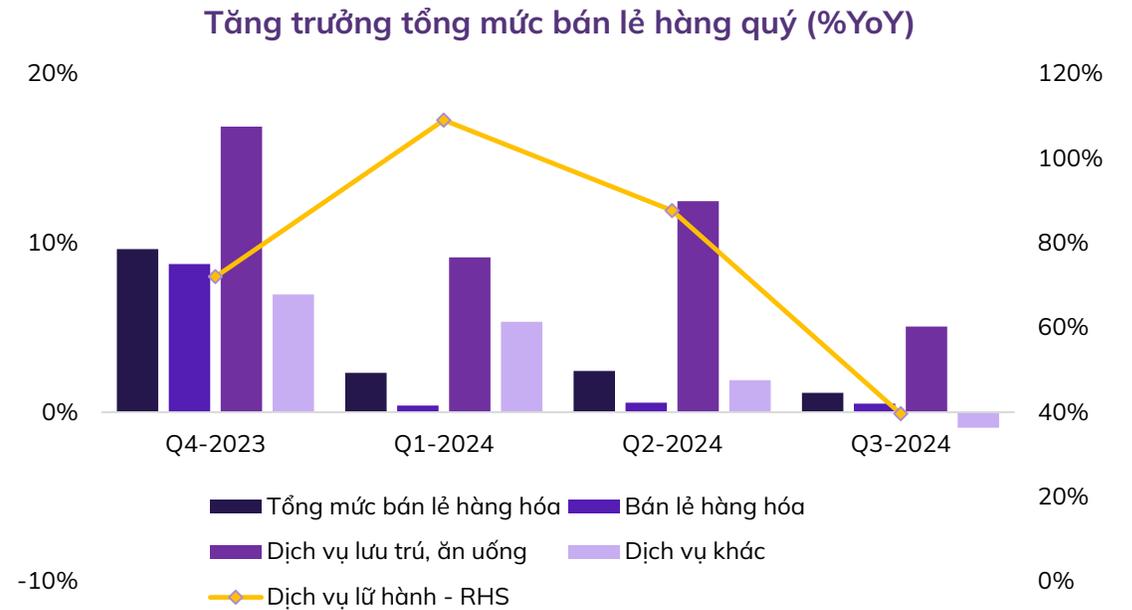
Nguồn: GSO, ABS Research

- Tính chung cả 11T/2024, IIP ước tăng 8,4% so với cùng kỳ năm trước. Hầu hết các nhóm ngành đều tăng tích cực so với cùng kỳ năm trước. Nổi bật nhất là các ngành sản xuất sản phẩm từ cao su và nhựa; sản xuất giường, tủ, bàn, ghế; hoạt động thu gom, xử lý và tiêu hủy rác thải, v.v.
- Trong khi đó, ngành khai khoáng liên tục sụt giảm so với cùng kỳ năm 2023, 11 tháng đầu năm giảm -7,31% svck do sự sụt giảm của hoạt động khai thác than và dầu khí. Trong khi đó, hoạt động khai thác quặng kim loại tăng trưởng mạnh +16,26% svck nhờ nhu cầu tăng nhẹ ở các lĩnh vực khác như sản xuất, đóng tàu....
- Chỉ số PMI trung bình 11T/2024 cao hơn đáng kể so với 2023, ở mức 50,7 điểm, trên ngưỡng 50 điểm, cho thấy sự phục hồi nhất định của ngành sản xuất Việt Nam. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng còn chậm, phản ánh những thách thức mà ngành đang đối mặt, đặc biệt là sự suy yếu của nhu cầu quốc tế và áp lực kiểm soát chi phí.

# TỔNG MỨC BÁN LẺ GIẢM ĐÀ TĂNG TRƯỞNG, KHÁCH DU LỊCH QUỐC TẾ TĂNG MẠNH



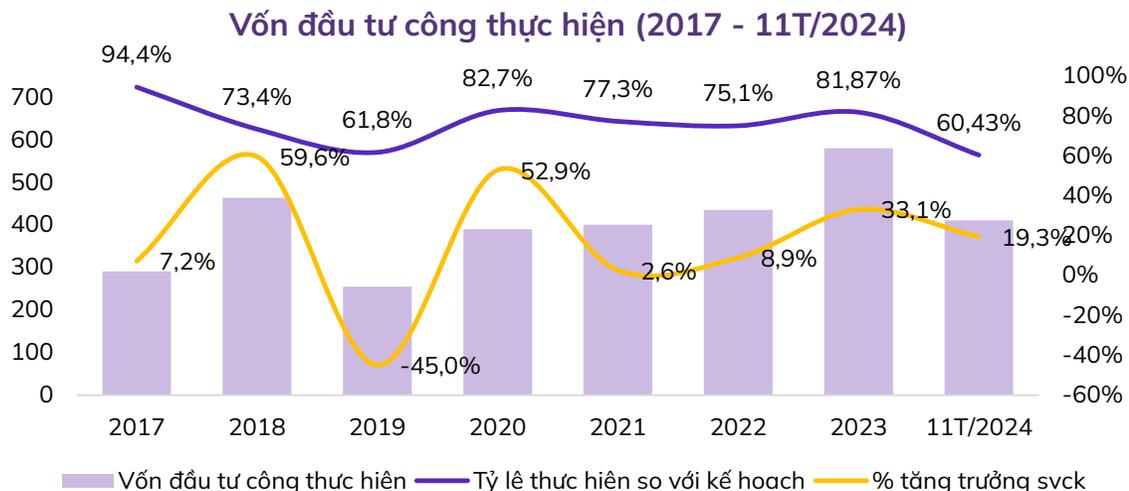
Nguồn: GSO, FiinPro, ABS Research



Nguồn: GSO, FiinPro, ABS Research

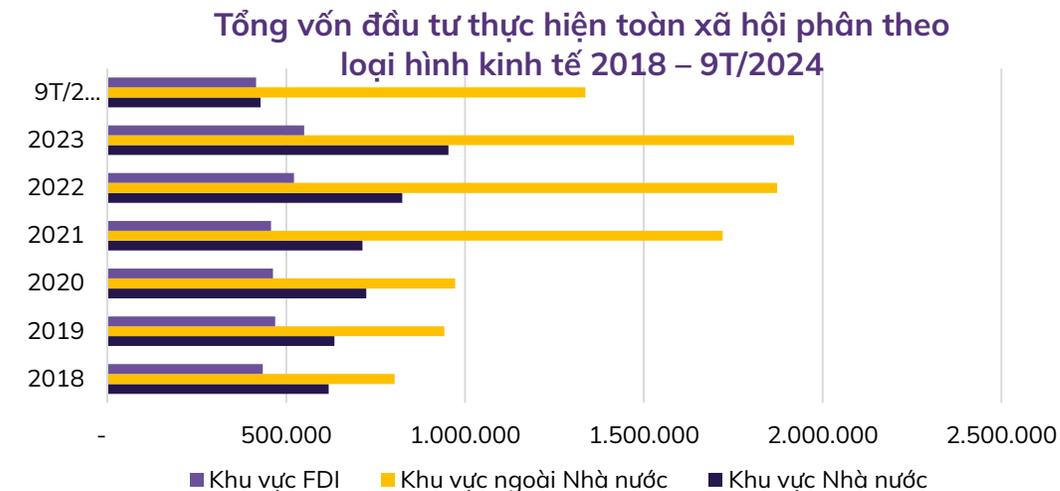
- 11 tháng năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 5,822.3 nghìn tỷ đồng, tăng 8,8% so với cùng kỳ năm 2023 (cùng kỳ năm 2023 tăng 9,7%), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 5,8% (cùng kỳ năm 2023 tăng 7,0%), cho thấy tình hình bán lẻ tuy đã hồi phục nhưng vẫn yếu. Trong đó:
  - Doanh thu bán lẻ hàng hóa ước đạt 4.487,3 nghìn tỷ đồng, chiếm 77,1% tổng mức và tăng 8,1% so với cùng kỳ năm trước. Các nhóm hàng có mức tăng trưởng đáng chú ý bao gồm: lương thực, thực phẩm tăng 10,8%; đồ dùng, dụng cụ, trang thiết bị gia đình tăng 5,9%; may mặc tăng 8,1%; phương tiện đi lại (trừ ô tô) tăng 7,4%; vật phẩm văn hoá, giáo dục tăng 5,6%.
  - Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống 11 tháng năm 2024 ước đạt 669 nghìn tỷ đồng, chiếm 11,5% tổng mức và tăng 13,0% so với cùng kỳ năm trước.
  - Doanh thu du lịch lữ hành năm 2023 ước đạt 57.5 nghìn tỷ đồng, chiếm 1% tổng mức và tăng 17,3% so với cùng kỳ năm trước. 11 tháng năm 2024, **tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt gần 16 triệu lượt, tăng 41% so với cùng kỳ năm trước**. Ước tính cả năm 2024, Việt Nam đón khoảng 17,5-18 triệu lượt khách quốc tế, tăng hơn 35% so với 2023 và bằng 94-97% của năm 2019.
  - Doanh thu dịch vụ khác năm 2023 ước đạt 608,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 10,4% tổng mức và tăng 9,1% so với cùng kỳ năm trước.

# ĐẦU TƯ CÔNG TIẾP TỤC THÚC ĐẨY KINH TẾ



Nguồn: Bộ Tài chính, ABS Research

- Năm 2024, đầu tư công được kỳ vọng trở thành một động lực chủ chốt của tăng trưởng kinh tế. Chính phủ đặt kế hoạch giải ngân gần 680.000 tỉ đồng tổng vốn đầu tư công, thấp hơn khoảng hơn 20.000 tỉ đồng so với kế hoạch năm 2023.
- Kết quả, vốn đầu tư công thực hiện 11T đầu năm ước đạt 410.953 tỷ đồng, đạt 60,43% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, thấp hơn so với tỷ lệ thực hiện năm trước (65,1%).
- Theo Bộ Tài chính, một số khó khăn còn gặp phải như các vướng mắc về cơ chế chính sách; giải phóng mặt bằng, quy hoạch sử dụng đất và nguồn cung ứng nguyên vật liệu; vướng mắc ở các khâu hoàn thiện thủ tục đầu tư, quy trình giải ngân của các dự án ODA...
- Để tăng cường giải ngân đầu tư công những tháng cuối năm 2024, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Công điện số 115/CĐ-TTg, yêu cầu các bộ, ngành, địa phương tập trung lãnh đạo, chỉ đạo, điều hành triển khai thực hiện quyết liệt, kịp thời, hiệu quả các nhiệm vụ, giải pháp trọng tâm để giải ngân vốn đầu tư công đạt trên 95% kế hoạch.



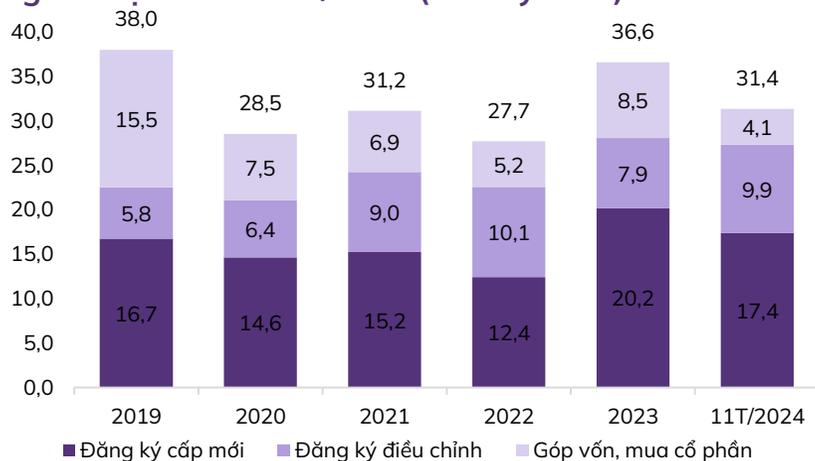
Nguồn: GSO, ABS Research

- Theo báo cáo của Bộ Tài chính, ngân sách nhà nước 11T/2024 thu đạt 1,8 triệu tỷ đồng (+16,1% YoY). Trong đó, thu thuế TNCN tăng mạnh (+17,2%YoY), thuế TNDN tăng 12,7% YoY nhờ các biện pháp thu hồi thuế tồn đọng, siết chặt quản lý thuế với hoạt động kinh doanh trên sàn TMĐT. Việc thu thuế nhà đất cũng đạt con số ấn tượng (+65%YoY), nhưng tiến độ chưa đạt như kỳ vọng, chỉ đạt 82,8% dự toán.
- Chi ngân sách ước đạt 1,56 triệu tỷ đồng (+4,7% YoY), tương đương với 73,6% dự toán trong đó chi ngân sách thường xuyên tăng 10,8% YoY đạt 1.500,8 nghìn tỷ đồng, ngược lại chi cho đầu tư phát triển giảm 8,6% YoY.
- Từ đó, thặng dư NSNN đạt 247,8 nghìn tỷ đồng trong 11T/2024, tăng mạnh so với mức thặng dư 34,7 nghìn tỷ đồng trong 11T/2023.
- Nợ công được kiểm soát nghiêm ngặt. Theo Bộ Tài chính, dự kiến đến cuối năm 2024, dư nợ công khoảng 36-37% GDP, dư nợ Chính phủ khoảng 33-34% GDP, nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ khoảng 21-22% thu ngân sách nhà nước. Tất cả chỉ tiêu đều nằm trong giới hạn cho phép của chính phủ. Dư nợ nước ngoài được cải thiện, giảm từ 27% năm 2023 xuống mức 24% năm 2024.

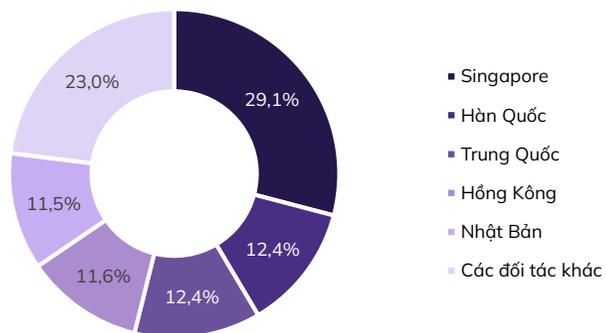
# ➤ VỐN FDI TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

- Tính đến 30/11/2024, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần, mua phần vốn góp (GVMCP) của nhà ĐTNN đạt gần 31,4 tỷ USD, tăng 1% so với cùng kỳ năm 2023. Vốn thực hiện của dự án đầu tư nước ngoài ước đạt khoảng 21,68 tỷ USD, tăng 7,1% so với cùng kỳ năm 2023. Đây cũng là mức giải ngân kỷ lục từ trước tới nay. Tuy vậy, vốn đầu tư thông qua góp vốn mua cổ phần đạt hơn 4,06 tỷ USD, giảm 39,7% so với cùng kỳ trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu chuyển dịch khỏi các thị trường mới nổi và cận biên.
- Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo dẫn đầu với tổng vốn đầu tư đạt gần 20,2 tỷ USD, chiếm gần 64,4% tổng vốn đầu tư đăng ký, giảm 8,7% so với cùng kỳ. Ngành kinh doanh bất động sản đứng thứ hai với tổng vốn đầu tư gần 5,63 tỷ USD, chiếm hơn 17,9% tổng vốn đầu tư đăng ký, tăng 89,1% so với cùng kỳ.
- Vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục tập trung nhiều vào các tỉnh, thành phố có nhiều lợi thế trong thu hút đầu tư nước ngoài (có cơ sở hạ tầng tốt, nguồn nhân lực ổn định, nỗ lực cải cách thủ tục hành chính và năng động trong công tác xúc tiến đầu tư...), như Bắc Ninh, Quảng Ninh, TP Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Hà Nội, Bình Dương, Bà Rịa - Vũng Tàu, Đồng Nai, Nghệ An, Bắc Giang. Riêng 10 địa phương này đã chiếm 79,6% số dự án mới và 69,4% số vốn đầu tư của cả nước trong 11 tháng.
- Các đối tác đầu tư lớn nhất đều là các đối tác truyền thống của Việt Nam và đến từ Châu Á. Riêng 5 nước dẫn đầu (Singapore, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông, Nhật Bản) đã chiếm tới gần 73% số dự án đầu tư mới và hơn 77% tổng vốn đầu tư đăng ký của cả nước. Nhiều dự án lớn ở các lĩnh vực bán dẫn, năng lượng (sản xuất pin, tế bào quang điện, thanh silic), sản xuất linh kiện, sản phẩm điện tử, sản phẩm nhiều giá trị gia tăng được đầu tư mới và mở rộng vốn trong 11 tháng.

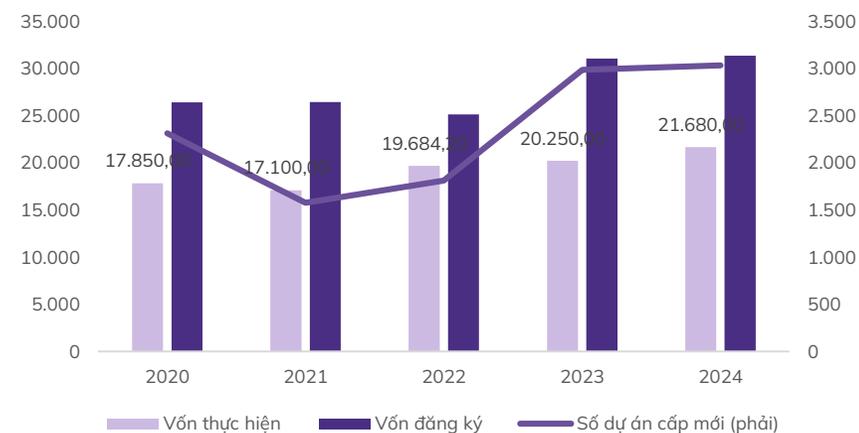
**Cơ cấu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký giai đoạn 2019-11T/2024 (Đvt: Tỷ USD)**



**Cơ cấu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài 11T/2024 theo đối tác**



**Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện 11 tháng các năm 2020-2024 (Đvt: Tỷ USD)**

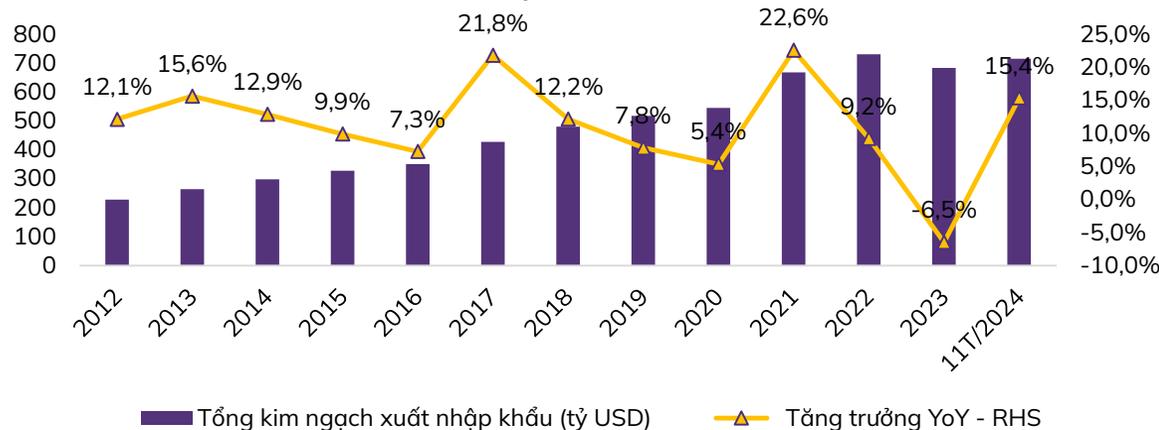


Nguồn: GSO, ABS Research

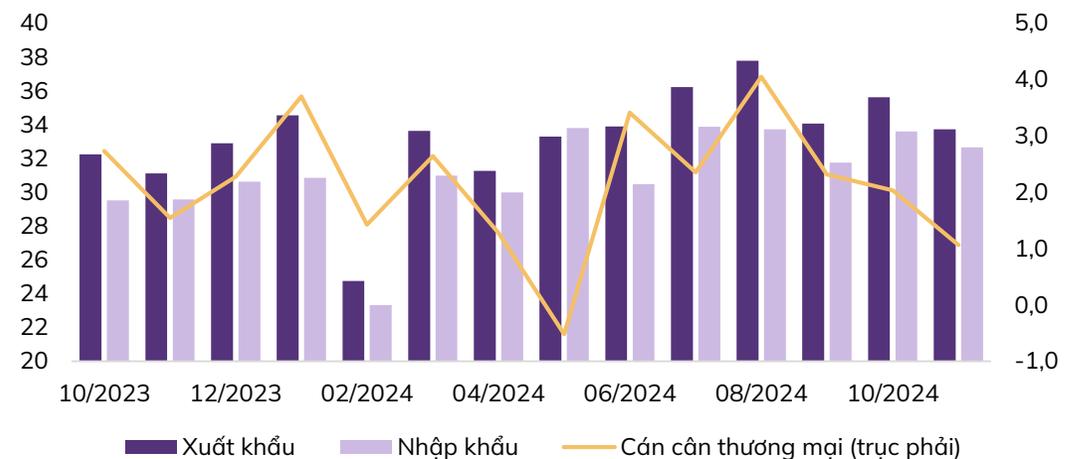
# XUẤT NHẬP KHẨU HỒI PHỤC MẠNH TỪ NỀN THẤP

- **Hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam hồi phục từ nền thấp trong 2023.** Xuất nhập khẩu bắt đầu hồi phục từ tháng 3 với nhiều tháng liên tục tăng cao trên 10% so với cùng kỳ năm trước, đặc biệt có những tháng tăng cao trên 20% (tháng 5 tăng trưởng 20,3% YoY). Tính chung 11T/2024, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa sơ bộ đạt 715,55 tỷ USD, tăng 15,4% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 14,4%; nhập khẩu tăng 16,4%.
- **Đáng chú ý là tốc độ nhập khẩu tăng mạnh hơn so với xuất khẩu nhưng cán cân thương mại 11 tháng năm nay vẫn xuất siêu 24,31 tỉ USD.** Trong cơ cấu nhập khẩu, nhập khẩu tư liệu sản xuất chiếm 93,7%, nhập khẩu hàng tiêu dùng chiếm 6,3%. Tốc độ nhập khẩu tăng hơn xuất khẩu cho thấy doanh nghiệp đang đẩy mạnh nhập khẩu để chuẩn bị cho kế hoạch sản xuất, xuất khẩu trong tháng 12/2024 và những tháng đầu năm 2025. Trong cơ cấu xuất khẩu, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài chiếm hơn 63,5%, khu vực kinh tế trong nước chiếm 26,5%.
- Về thị trường xuất nhập khẩu, Trung Quốc giữ vững là thị trường có quan hệ thương mại hai chiều lớn nhất trong 11T/2024, ước tính sơ bộ đạt 185,4 tỷ USD, tăng 18,8% so với cùng kỳ năm 2023. Trong đó, xuất khẩu ước đạt 55,2 tỷ USD, giảm 0,9%, nhập khẩu ở vị trí dẫn đầu với ước tính kim ngạch 130,2 tỷ USD, tăng 29,7%. Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch đạt 108,9 tỷ USD. Tương tự, thặng dư thương mại đối với Hoa Kỳ đạt 95,4 tỷ USD, lớn nhất trong các thị trường.
- Xuất khẩu cả năm dự kiến đạt 384,4 tỷ USD, tăng 14,4%. Trong đó nông nghiệp tiếp tục giữ vững vai trò trụ cột với kim ngạch xuất khẩu lập kỷ lục - vượt 60 tỷ USD, gấp đôi so với 10 năm trước. Đây được xem là bước tiến lớn, khẳng định vị thế quan trọng của nông nghiệp trong nền kinh tế.

**Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam (2012-11T/2024)**  
(tỷ USD, %)



**Tổng giá trị xuất nhập khẩu Việt Nam (tỷ USD)**

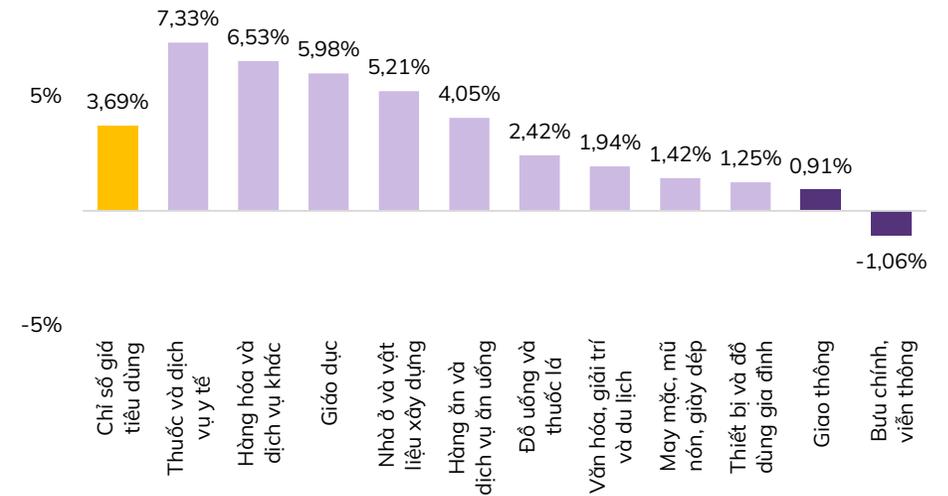


## ▶ LẠM PHÁT TIẾP TỤC GIỮ ỔN ĐỊNH

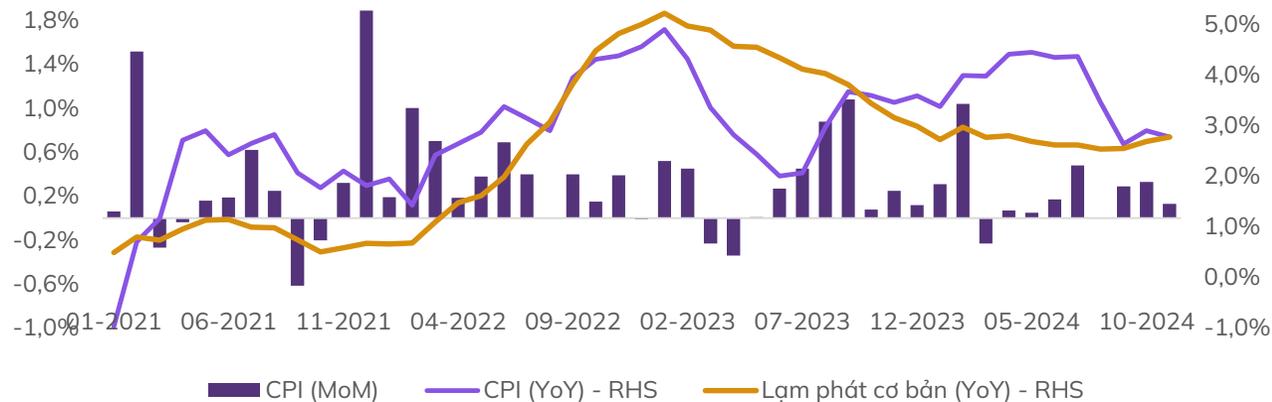
Tính chung cả 11T/2024, chỉ số CPI tăng 3,69% so với năm trước. Nếu không có gì bất ngờ diễn ra CPI chắc chắn sẽ đạt mục tiêu < 4,5% mà Quốc hội đề ra.

- ▶ CPI bình quân 11 tháng năm 2024 tăng so với cùng kỳ năm trước do nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng giá do giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu, thiên tai bão lũ và nhu cầu tiêu dùng tăng trong dịp Lễ, Tết cùng với giá thịt lợn tăng; nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng; trong năm học 2024, một số địa phương đã tăng mức học phí theo Nghị quyết của Hội đồng nhân dân cấp tỉnh; giá dịch vụ y tế được điều chỉnh theo Thông tư số 22/2023/TT-BYT của Bộ Y tế và bảo hiểm y tế tăng theo lương cơ sở.
- ▶ Ngược lại, chỉ số giá nhóm bưu chính, viễn thông giảm trong nước giảm 1,06% svck, do giảm giá của các dòng điện thoại thông minh.
- ▶ Lạm phát cơ bản tăng 2,7%, thấp hơn mức tăng CPI bình quân chung (tăng 3,6%) chủ yếu do giá lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng, dịch vụ y tế và giáo dục cũng là những yếu tố làm tăng mạnh CPI và được loại trừ khỏi danh mục tính lạm phát cơ bản.

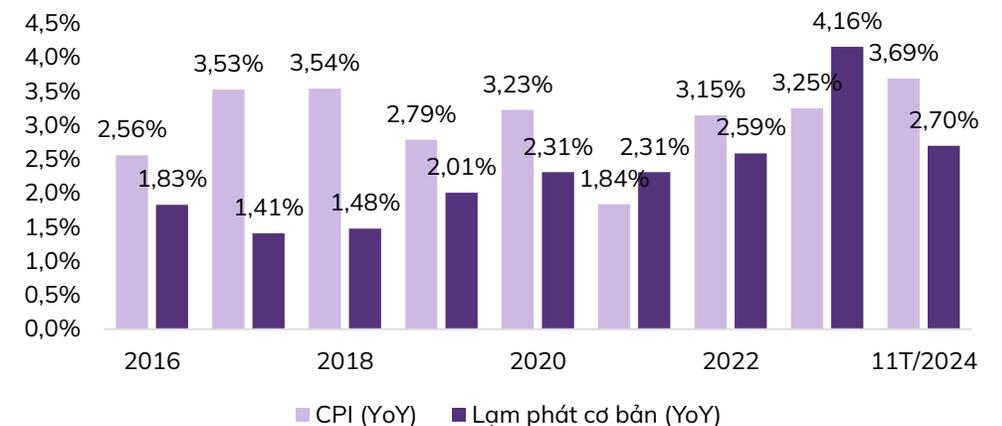
Tốc độ tăng/giảm CPI bình quân 11T/2024 (%YoY)



Tốc độ tăng lạm phát và CPI Việt Nam (2021 - 11T/2024)



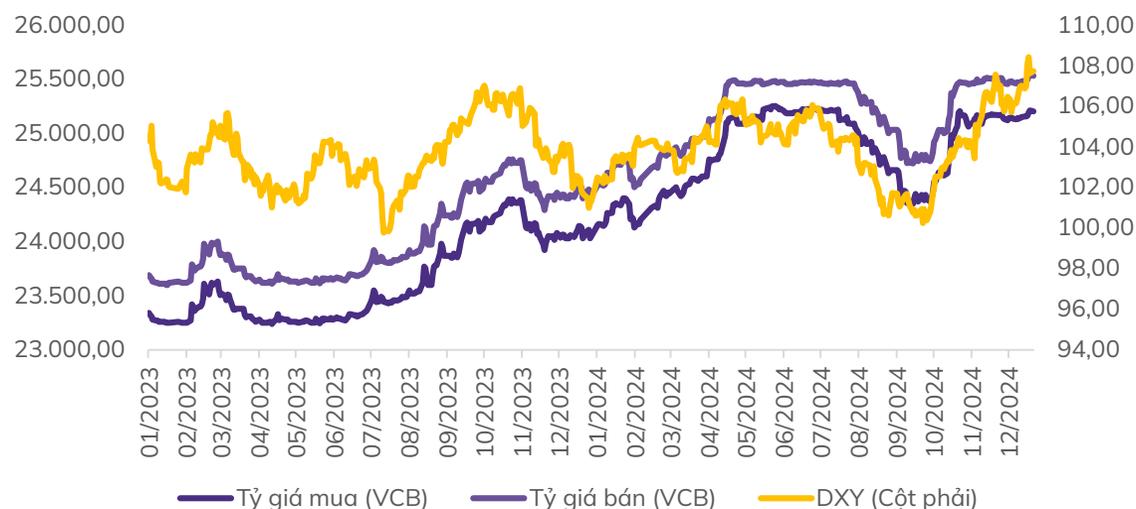
CPI và Lạm phát cơ bản (2016 - 11T/2024)



# TỶ GIÁ TĂNG VÀ GIÁ VÀNG BIẾN ĐỘNG KHÓ LƯỜNG

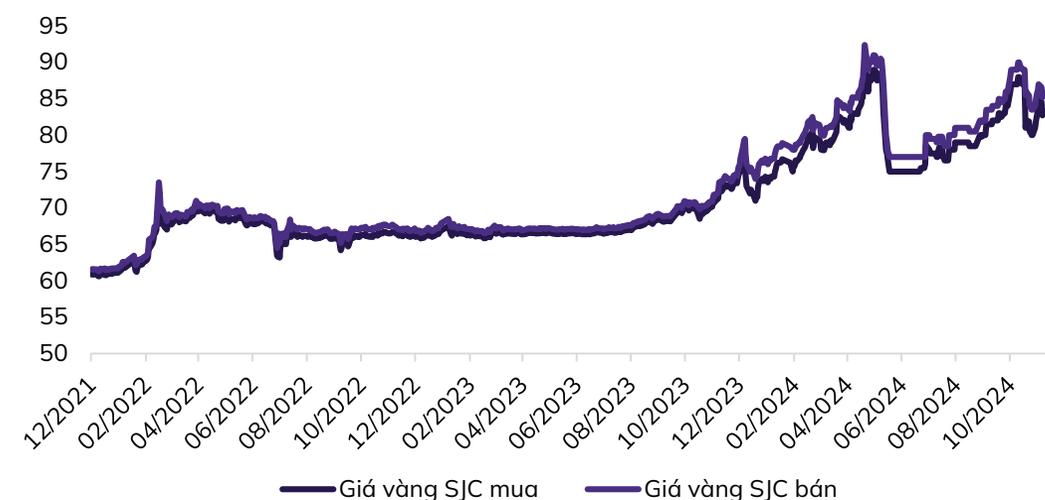
- Tính đến ngày 20/12, chỉ số DXY tăng mạnh lên mức 108,54, tăng mạnh 5,4% so với đầu năm và là mức cao nhất trong 2 năm. Cùng với xu hướng tăng của DXY, tỷ giá tăng mạnh đạt 25.540 đồng/USD (tỷ giá bán VCB ngày 20/12/2024), tăng 4.2% YTD. Nguyên nhân của tỷ giá mạnh lên do (i) chỉ số DXY tăng mạnh (ii) nhu cầu ngoại tệ của doanh nghiệp tăng mạnh do nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ cho mùa sản xuất cuối năm (iii) Kho bạc Nhà nước mua 1 lượng lớn USD để trả nợ nước ngoài.
- NHNN can thiệp chủ yếu qua 2 công cụ phát hành tín phiếu và bán ngoại tệ. Hiện tại, tỷ giá USD/VND tham chiếu tại Sở giao dịch Ngân hàng Nhà nước mua vào - bán ra tại ngày 20/12 ở mức 23.400 – 25.450 đồng/USD.
- Trong năm 2024, giá vàng trong nước đã có những biến động mạnh. Một vài thời điểm giá bán vàng SJC bật mạnh lên trên mức 90 triệu đồng/lượng do tình hình căng thẳng địa chính trị và triển vọng các NHTW lớn như ECB và FED hạ lãi suất. Những ngày cuối năm 2024, giá vàng có xu hướng hạ nhiệt cùng với xu hướng giá vàng thế giới trong bối cảnh Fed có tín hiệu thận trọng hơn trong việc cắt giảm lãi suất.
- Trước tình hình giá vàng trong nước chênh lệch lớn với giá vàng thế giới, NHNN đã có những biện pháp cụ thể để bình ổn giá vàng. Trong tháng 4 và tháng 5, NHNN đã tổ chức 9 phiên đấu thầu với tổng khối lượng trúng thầu 48.500 lượng, tuy nhiên chênh lệch giữa giá vàng SJC và giá thế giới vẫn ở mức cao. Sau đó, NHNN chuyển sang phương thức bán vàng miếng cho 4 ngân hàng quốc doanh đến hết 29/10. Việc can thiệp đã mang lại hiệu quả phần nào khi chênh lệch giá vàng chỉ còn trong khoảng 3- 5 triệu đồng/lượng so với có những thời điểm trước đây lên đến 18 triệu đồng/lượng.

### Tỷ giá bán nhiều lần chạm trần trong năm 2024



Nguồn: FiinPro, ABS Research

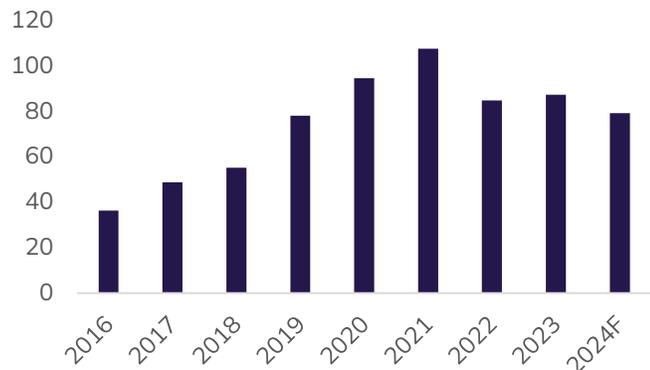
### Giá vàng trong nước biến động mạnh



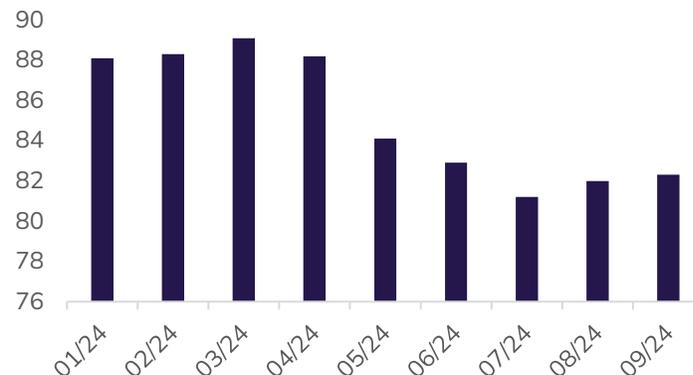
Nguồn: FiinPro, ABS Research

# ➤ DỰ TRỮ NGOẠI HỐI SỤT GIẢM MẠNH

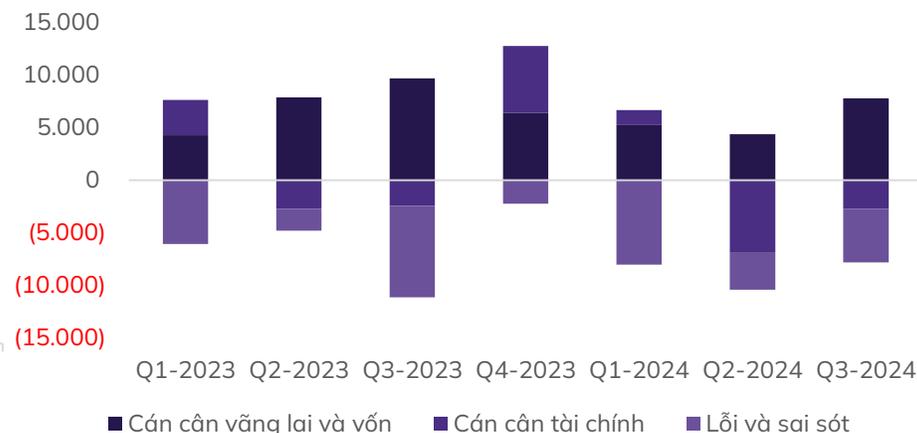
Dự trữ ngoại hối theo năm (2016-2024F) (Tỷ USD)



Dự trữ ngoại hối Việt Nam 2024 theo tháng (Tỷ USD)



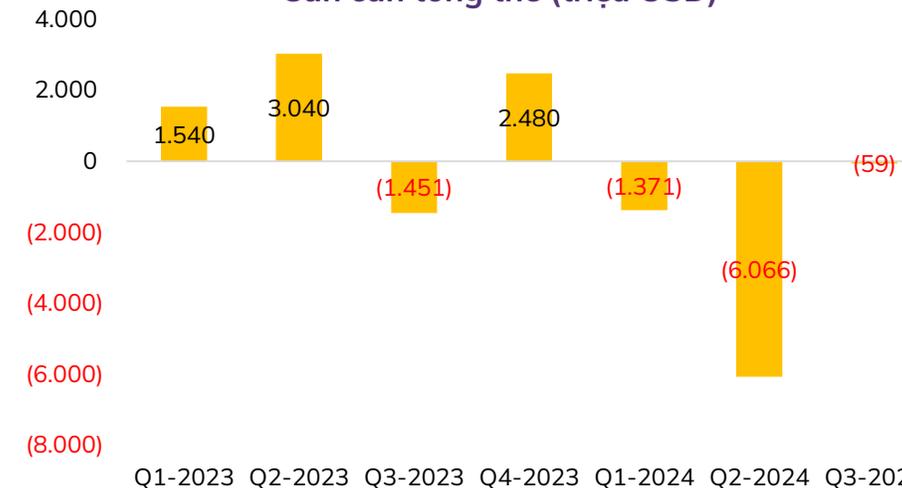
Cán cân Thanh toán (triệu USD)



➤ **Dự trữ ngoại hối sụt giảm mạnh:** tháng 8 năm 2024 đánh dấu mức thấp nhất của dự trữ ngoại hối, đạt mức 82 tỷ USD tương đương 2,4 tháng nhập khẩu, thấp hơn đáng kể so với mức khuyến nghị tối thiểu 3 tháng của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Nguyên nhân là do tỷ giá USD/VND liên tục tăng mạnh, chạm mức NHNN bán, từ đó NHNN đã bán ra lượng lớn ngoại tệ để bình ổn tỷ giá. Hệ quả của dự trữ ngoại hối thấp khiến NHNN có ít dư địa để ổn định tỷ giá, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế liên tục bị ảnh hưởng bởi các biến động từ thị trường quốc tế. Theo chúng tôi ước tính, dự trữ ngoại hối kết thúc năm 2024 đạt 79 tỷ USD, sụt giảm 8.2 tỷ USD so với cuối năm 2023.

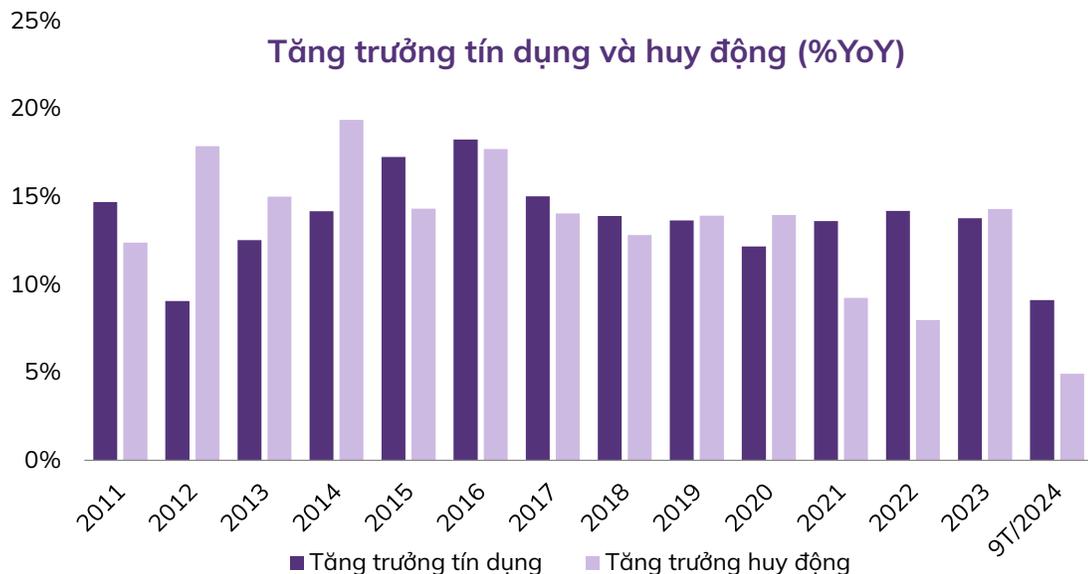
➤ Trong Q3, cán cân vãng lai đạt mức cao 7,7 tỷ USD nhờ xuất khẩu đạt mức kỷ lục (108 triệu USD). Tuy nhiên, cán cân tài chính lại âm 2,7 tỷ USD. Ngoài ra, khoản mục **lỗi và sai sót tăng mạnh trở lại trong Q3/2024 lên mức 5,1 tỷ USD**. Tính chung 3 quý đầu năm ghi nhận 16.8 tỷ USD, mức cao thứ 2 chỉ sau năm 2022. Điều này thể hiện hoạt động phi pháp, đầu cơ tỷ giá, găm giữ, cất trữ ngoại tệ của doanh nghiệp vẫn chưa được giải quyết triệt để.

Cán cân tổng thể (triệu USD)



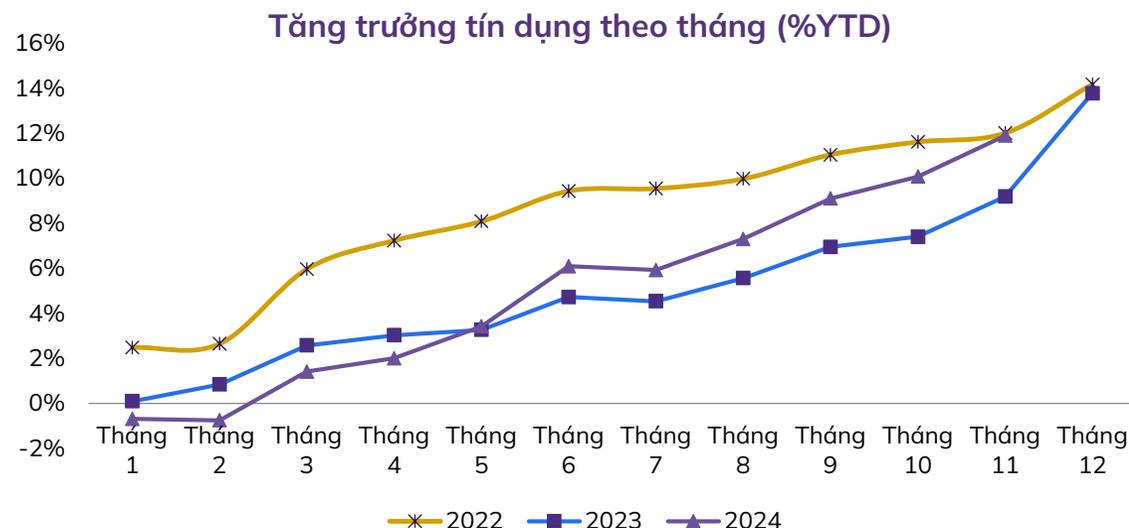
Nguồn: NHNN, FiinPro, ABS Research

# TÍN DỤNG KỲ VỌNG HOÀN THÀNH ĐƯỢC MỤC TIÊU



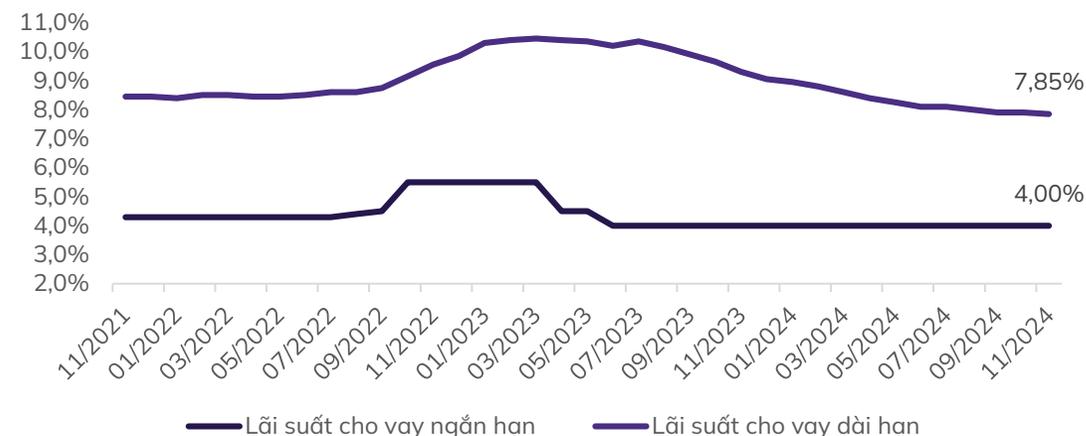
Nguồn: NHNN, ABS Research

- Tính đến 29/11, tăng trưởng tín dụng cả nước đạt 11,9% và tiếp tục tăng lên 12,5% vào ngày 7/12. Tổng dư nợ tín dụng của nền kinh tế đạt gần 15,2 triệu tỷ đồng, theo đó ước tính hơn 1,6 triệu tỷ đồng đã được bơm ra nền kinh tế trong 11T/2024.
- Tăng trưởng tín dụng tăng trưởng âm trong 2 tháng đầu năm và tăng tốc dần trong nửa cuối năm, khá tương đồng với các giai đoạn cùng kỳ trong 4 năm trở lại đây. Với việc tín dụng thường tăng mạnh vào tháng 12, rất có thể năm nay tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu 15%.
- Để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, NHNN đã chủ động điều chỉnh room tín dụng cho các tổ chức tín dụng, đặc biệt tập trung vào những ngân hàng có chất lượng tín dụng tốt và năng lực mở rộng cho vay. Đồng thời, hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thương mại, đảm bảo nguồn vốn sẵn có để cấp tín dụng. Trong năm 2024, NHNN giữ nguyên lãi suất điều hành, lãi suất cho vay giảm gần 2% so với cuối Q4/2023, đây là mức lãi suất thấp nhất trong nhiều năm qua.



Nguồn: NHNN, ABS Research

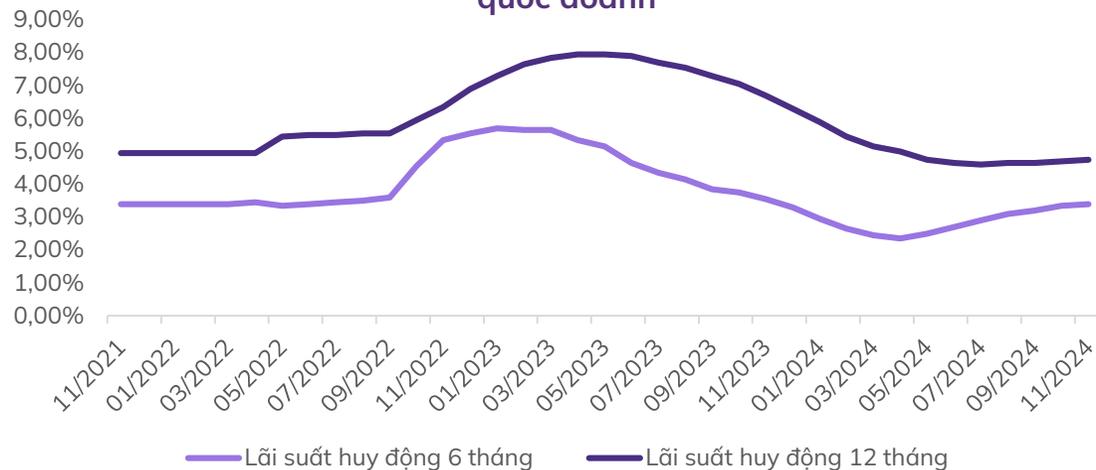
## Lãi suất cho vay SXKD thông thường trung bình của nhóm NH quốc doanh



Nguồn: FiinPro, ABS Research 41

# HUY ĐỘNG TĂNG TRƯỞNG CHẬM

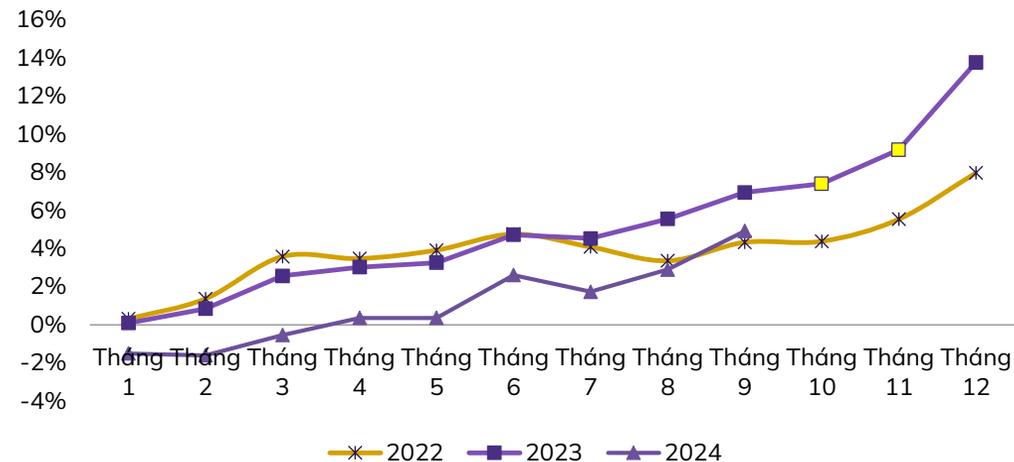
Lãi suất huy động trung bình 6 và 12 tháng của nhóm NH quốc doanh



Nguồn: NHNN, FiinPro, ABS Research

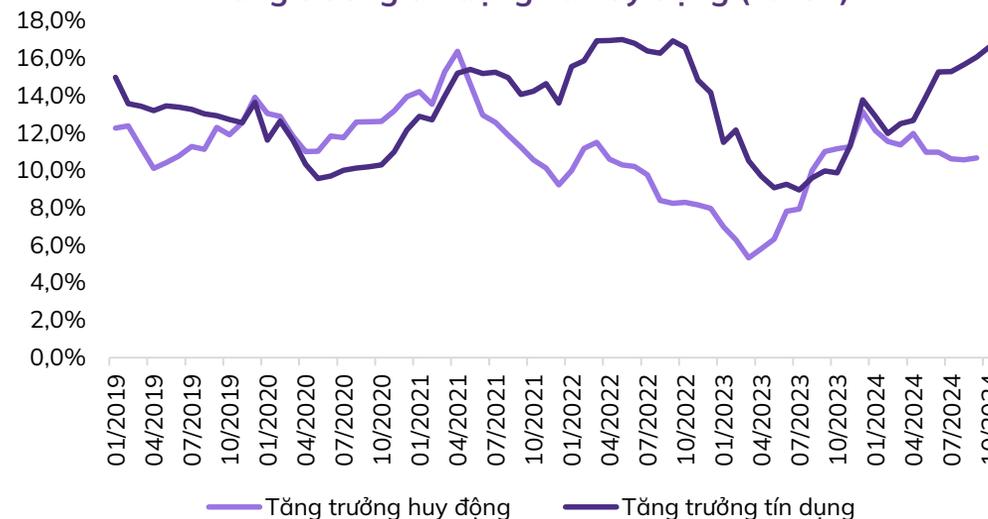
- Tháng 9/2024, tổng tiền gửi của dân cư và tổ chức kinh tế đạt hơn 14 triệu tỷ đồng, tăng 4,9% YoY, thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng. Điều này trái ngược với tình hình năm 2023, khi các NHTM thuận lợi trong việc huy động tiền gửi trong bối cảnh mức lãi suất huy động thấp kỷ lục. Đến cuối năm 2024, lãi suất huy động có xu hướng nhích nhẹ lên sau khi tạo đáy vào Q2/2024 nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với giai đoạn dịch COVID.
- Tiền gửi tăng trưởng chậm do một số nguyên nhân sau:
  - Lãi suất huy động thấp trong khi các thị trường tài sản khác tăng giá nên dòng tiền được rút khỏi ngân hàng để đầu tư vào vàng, bất động sản và các kênh đầu tư có hiệu suất sinh lời cao hơn. Đặc biệt, thị trường tiền điện tử sôi động trở lại mà Việt Nam đứng thứ hai thế giới về tỷ lệ sở hữu tiền số (theo thống kê của cổng thanh toán tiền điện tử Tripple-A công bố vào hồi tháng 5/2024).
  - Nền kinh tế phục hồi nhưng vẫn còn nhiều khó khăn khiến người dân giảm tiết kiệm.

Tăng trưởng huy động theo tháng (%YTD)



Nguồn: NHNN, ABS Research

Tăng trưởng tín dụng và huy động (%YoY)



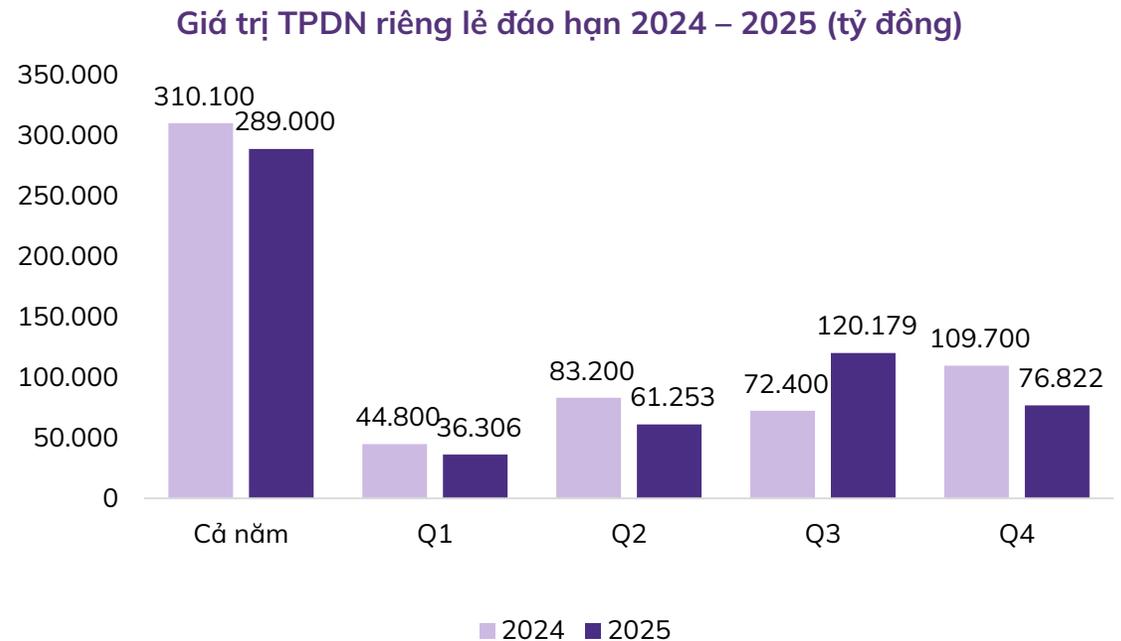
Nguồn: NHNN, FiinPro, ABS Research

# THỊ TRƯỜNG TPDN - ÁP LỰC ĐÁO HẠN TĂNG MẠNH VÀO QUÝ 3/2025

- **Phát hành trái phiếu:** Theo dữ liệu HNX và FiinPro, tổng giá trị TPDN phát hành chỉ trong 11 tháng năm 2024 đã vượt tổng mức phát hành trong năm 2023 khi đạt gần 386 nghìn tỷ đồng, tăng 46% svck. Trong đó, lượng phát hàng mới chủ yếu đến từ nhóm ngân hàng (chiếm 70% tổng giá trị phát hành của toàn thị trường và tăng +113% YoY).
- **Khối lượng mua lại trái phiếu doanh nghiệp trước hạn** trong 11 tháng 2024 đạt hơn 201 nghìn tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ năm 2023 và bằng gần 1 nửa giá trị phát hành. Ngân hàng là bên mua lại TPDN lớn nhất, chiếm hơn 77,8% tổng giá trị mua lại trước hạn, tiếp đến là bất động sản, chiếm 11,7%. Mua lại trái phiếu sẽ đáo hạn vào năm sau và tích cực phát hành trái phiếu mới giúp ngân hàng cơ cấu nguồn vốn trung dài hạn với việc vốn cấp 2 được tính vào tỷ lệ an toàn vốn (đối với những trái phiếu kỳ hạn trên 5 năm) và hỗ trợ ngân hàng giảm chi phí vay trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đang rất thấp.
- **Áp lực đáo hạn TPDN là vấn đề cần quan tâm đặc biệt trong năm 2025**, Nghị định 08/2023/NĐ-CP quy định về việc giới hạn gia hạn trái phiếu tối đa 2 năm, sẽ dẫn đến khối lượng lớn TPDN đáo hạn kể từ Q2 năm sau. Theo đó, áp lực đáo hạn sẽ dồn về nửa sau năm 2025, đặc biệt là quý 3 với lượng TPDN đáo hạn lên tới khoảng 120 nghìn tỷ đồng. Khu vực doanh nghiệp bất động sản và các tổ chức tín dụng có tỉ lệ đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp lớn nhất trong năm 2025, với tỉ lệ lần lượt là 46% và 25,1%.

## Một số doanh nghiệp phát hành TPDN riêng lẻ tiêu biểu 2024

Doanh nghiệp	Giá trị (tỷ đồng)
<b>Ngành BĐS</b>	
Công ty Cổ phần Dịch vụ NewCo	6,900
Công ty cổ phần Vinhomes	4,000
Tổng công ty đầu tư và phát triển công nghiệp	1,080
Công ty cổ phần Phú Thọ Land	9,500
<b>Ngành Tài chính</b>	
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quốc tế Việt Nam	6,000
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Tiên Phong	5,778
Ngân hàng Phương Đông	3,700
Ngân hàng Quân đội	2,200
Ngân hàng An Bình	2,000.0
Ngân hàng thương mại cổ phần Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh	2,000.0





# NHÌN LẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2024



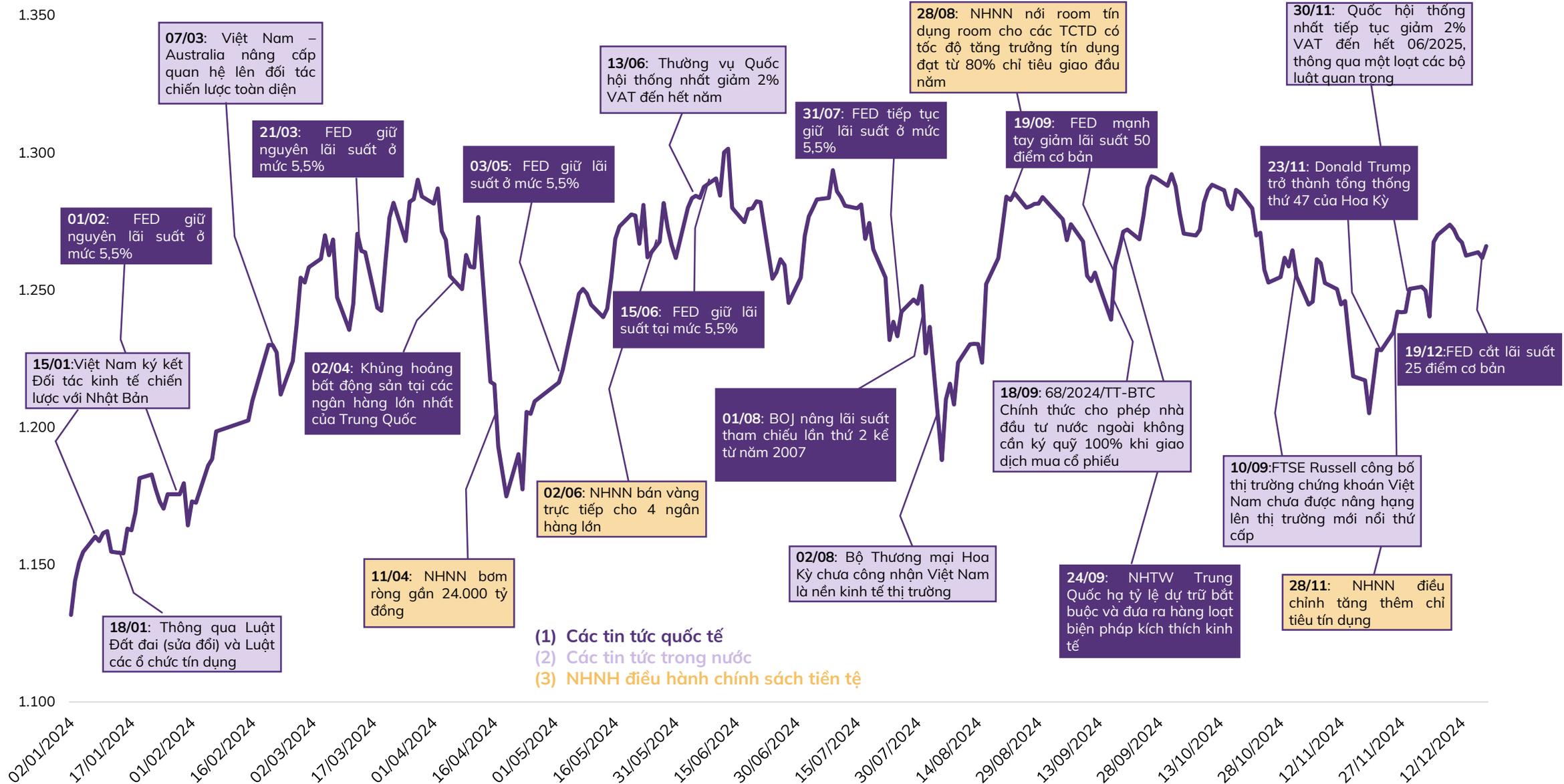
Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



# SỰ KIỆN THỊ TRƯỜNG TRONG NĂM 2024

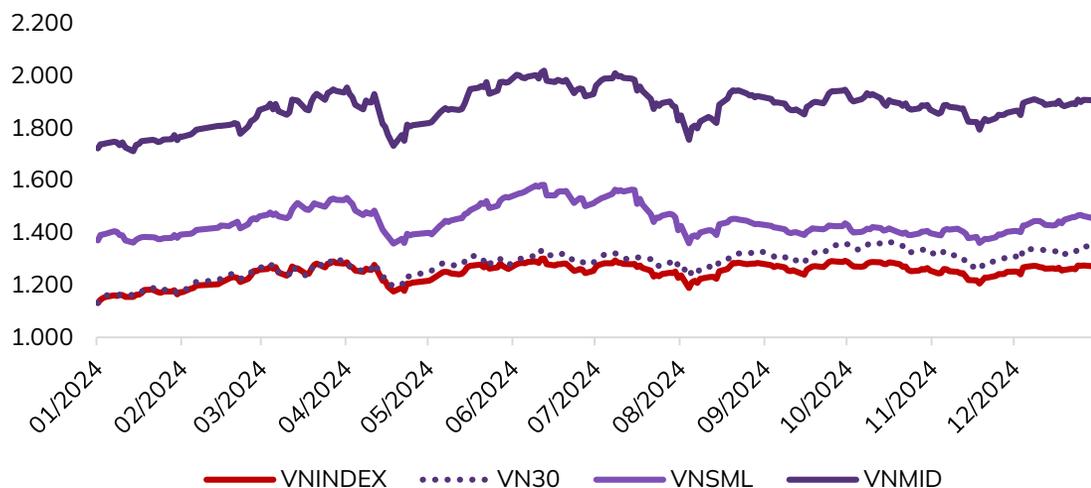


- (1) Các tin tức quốc tế
- (2) Các tin tức trong nước
- (3) NHNN điều hành chính sách tiền tệ

## THỬ THÁCH MỐC 1300 BẤT THÀNH

- VNINDEX khởi đầu năm 2024 với xu hướng tăng khá tích cực, được hỗ trợ bởi kỳ vọng về sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam và các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ. Các chỉ số kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, sản xuất công nghiệp, tiêu dùng và xuất khẩu có dấu hiệu khả quan, tạo động lực cho thị trường chứng khoán.
- Tuy nhiên, việc FED duy trì chính sách lãi suất cao, kết hợp với những biến động địa chính trị toàn cầu, đã tạo ra áp lực lớn đối với thị trường chứng khoán trong nước. Chỉ số DXY leo lên mức 105, trong khi lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ đạt 4,4%, khiến dòng vốn rút khỏi các thị trường mới nổi, bao gồm Việt Nam. Điều này cũng gây sức ép lên đồng VND, khiến Ngân hàng Nhà nước phải thực hiện các biện pháp thắt chặt tiền tệ. Hệ quả là VN-Index đã trải qua một đợt điều chỉnh mạnh, đưa chỉ số trở lại gần mức khởi điểm của năm
- Trong năm 2024, có tổng cộng 4 lần VNINDEX cố gắng “chinh phục” mốc 1300 nhưng đều không thành công, theo sau là những pha điều chỉnh mạnh. Mặc dù FED đã cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản vào ngày 18/9, nhưng lo ngại về nền kinh tế toàn cầu, lạm phát và tình hình chính trị khiến nhà đầu tư thận trọng. Đặc biệt, dòng vốn ngoại liên tục bán ròng, khiến dòng tiền trong nước và quốc tế không đồng thuận, kìm hãm sự phục hồi bền vững của VN-Index. **Kết thúc phiên giao dịch ngày 31/12, VNIndex đóng cửa ở mức 1.266,78 điểm, tăng +13,06% so với đầu năm.**

Diễn biến các chỉ số năm 2024



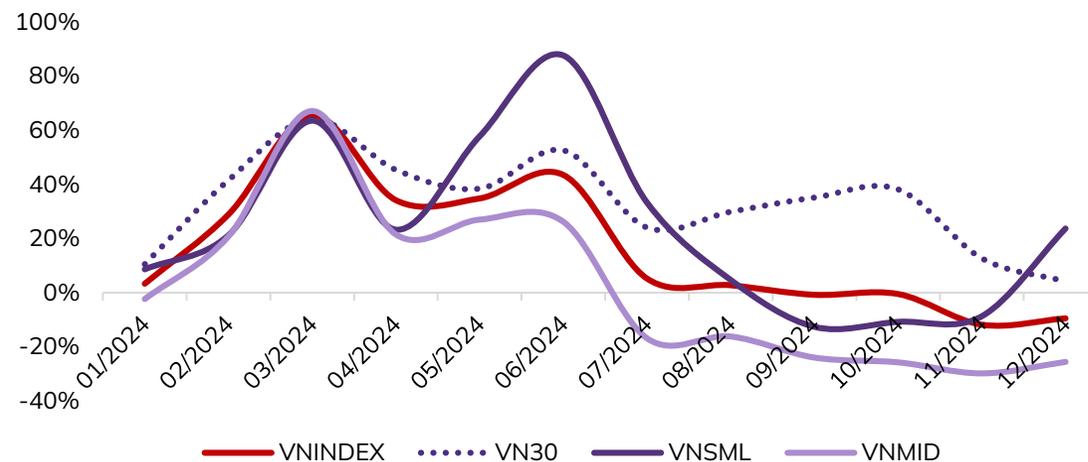
Thống kê biến động của một số TTCK trên TG tính đến 30/12/2024

	% thay đổi 1M	% thay đổi 3M	% thay đổi 6M	% thay đổi 12M
<b>VNINDEX</b>	1,7%	-1,2%	1,9%	13,5%
<b>Dow Jones</b>	-5,2%	0,6%	8,8%	9,2%
<b>Nasdaq</b>	1,4%	7,1%	9,9%	21,1%
<b>S&amp;P 500</b>	-2,1%	2,5%	8,2%	15,9%
<b>Shanghai</b>	2,4%	2,1%	15,0%	13,0%
<b>DAX</b>	1,4%	3,0%	9,2%	12,6%
<b>Nikkei 225</b>	4,4%	5,2%	0,5%	1,9%
<b>SET</b>	-1,9%	-3,4%	7,6%	2,2%
<b>FTSE 100</b>	-2,0%	-1,4%	-0,5%	6,4%

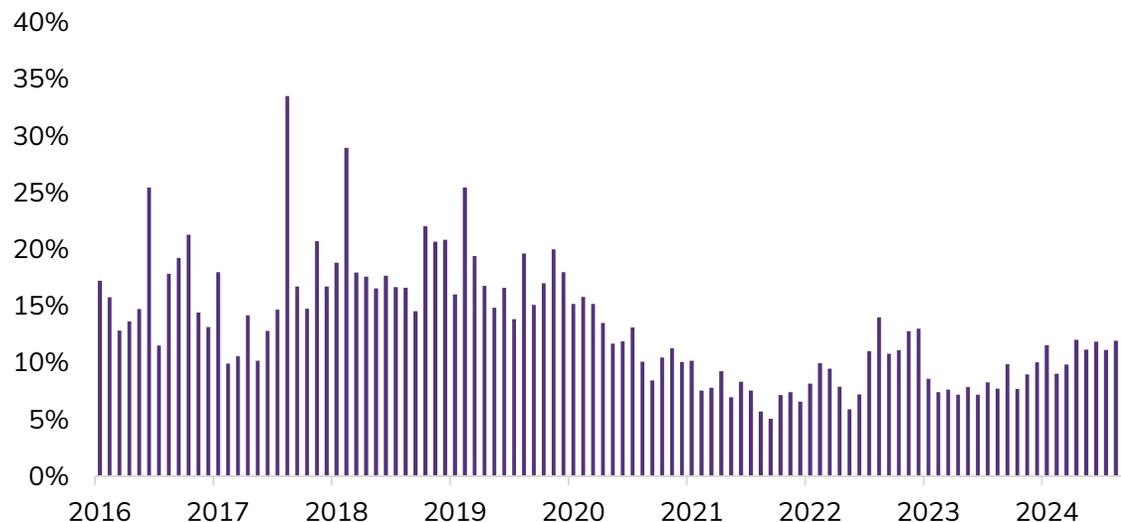
Nguồn: FiinPro, Investing.com, ABS Research

- **Thanh khoản trầm lắng về phía cuối năm.** Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi đáng kể về thanh khoản so với năm 2023, với giá trị giao dịch (GTGD) trung bình phiên trong 12 tháng đạt 18.772 tỷ đồng (tăng 25% svck). Giao dịch tăng liên tiếp trong các tháng đầu năm, đỉnh điểm tại tháng 3 với GTGD đạt 26.710 tỷ đồng, tăng 60% so với đầu năm.
- Tuy nhiên, nửa cuối năm 2024, thanh khoản thị trường chứng khoán đã mất đi đà tăng trưởng mạnh mẽ của những tháng đầu năm, liên tiếp sụt giảm và đạt mức thấp nhất trong năm vào tháng 11 chỉ còn 14.219 tỷ đồng, giảm đến 47% so với mức đỉnh đã đạt được trước đó. Thanh khoản T12 sau đó phục hồi nhẹ đạt 14.741 tỷ đồng (+3% MoM). Sự giảm sút mạnh mẽ này phản ánh rõ ràng tâm lý thận trọng và lo ngại của các nhà đầu tư trên thị trường.

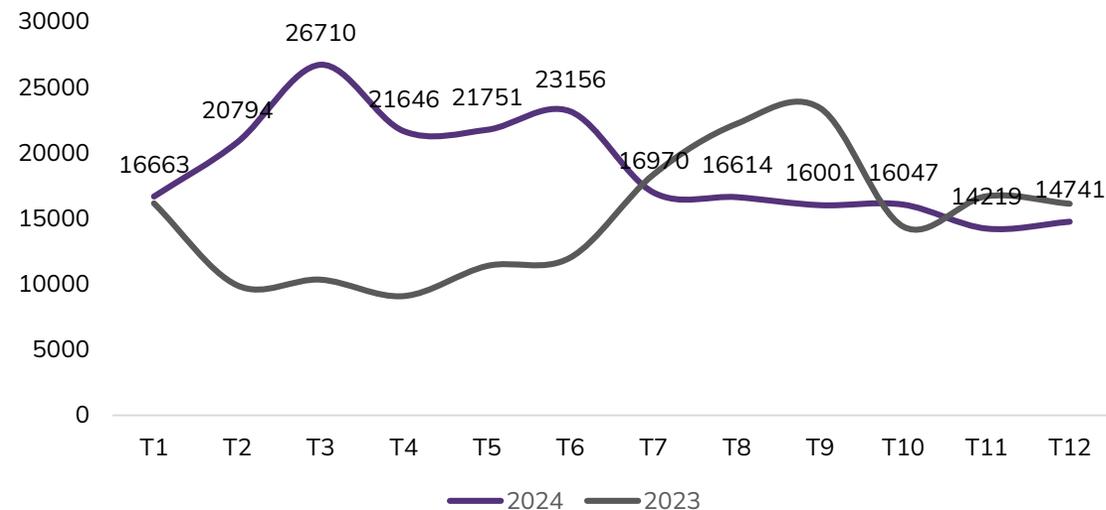
Diễn biến thanh khoản các chỉ số chính (% so với đầu năm)



Tỷ trọng giao dịch của NĐT nước ngoài qua các năm



So sánh trung bình GTGD/phiên của VNINDEX

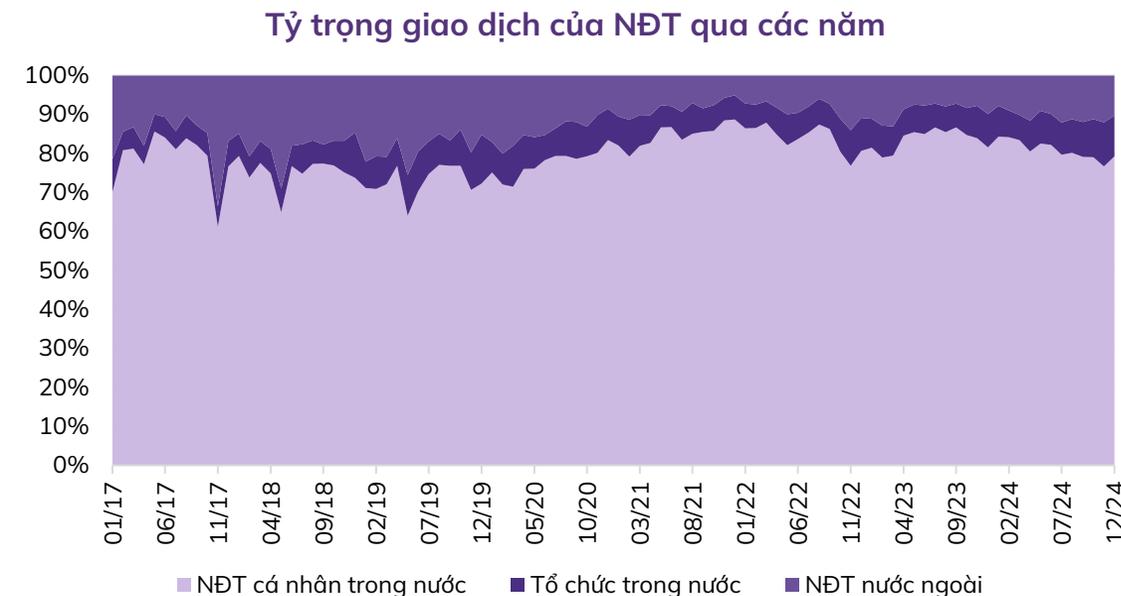


Nguồn: Fiiipro, ABS Research

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 30/12/2024

# DIỄN BIẾN DÒNG TIỀN CỦA NĐT TRÊN VN-INDEX TRONG NĂM 2024

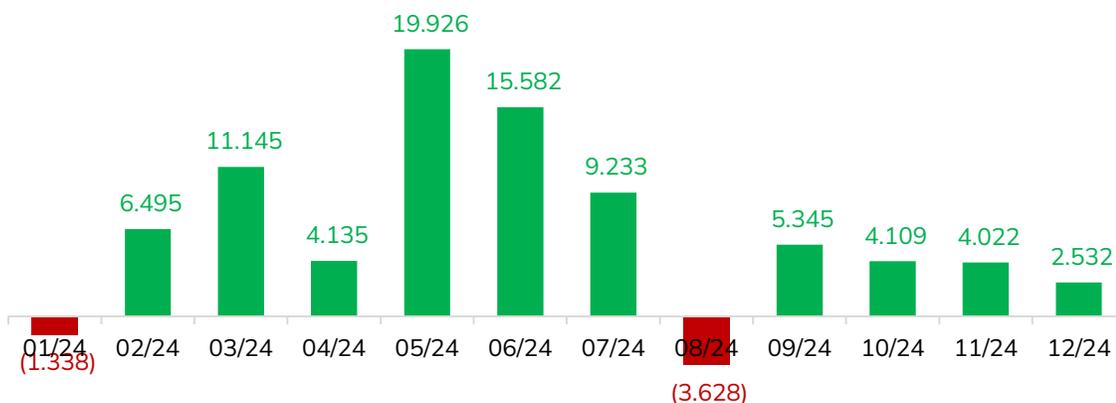
- Nhà đầu tư cá nhân trong nước vẫn đóng vai trò chính với xấp xỉ 79,4% tỷ trọng giao dịch trong năm 2024. Sự tham gia của tổ chức trong nước với 10,4% và khối ngoại (bao gồm cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức) với 10,2%, tăng trưởng nhẹ so với năm 2023, đặc biệt là trong giai đoạn cuối năm sau quyết định nhà đầu tư nước ngoài không phải ký quỹ margin khi giao dịch của Quốc hội.
- Trong 12T/2024, nhà đầu tư cá nhân đã thể hiện sự lạc quan rõ rệt khi mua ròng 77,5 nghìn tỷ đồng, tăng gấp 3 lần so với năm ngoái. NĐT cá nhân mua chủ yếu trong các tháng đầu năm, đóng góp quan trọng vào việc hỗ trợ đà tăng của VNIndex. Đồng thời, khối tự doanh cũng tích cực tham gia vào thị trường, với tổng giá trị giao dịch mua ròng đạt 9,9 nghìn tỷ đồng so với bán ròng 9,2 nghìn tỷ đồng cùng kỳ. Đặc biệt, tháng 10/2024 giá trị gom ròng của khối tự doanh lên đến 5,3 nghìn tỷ đồng.



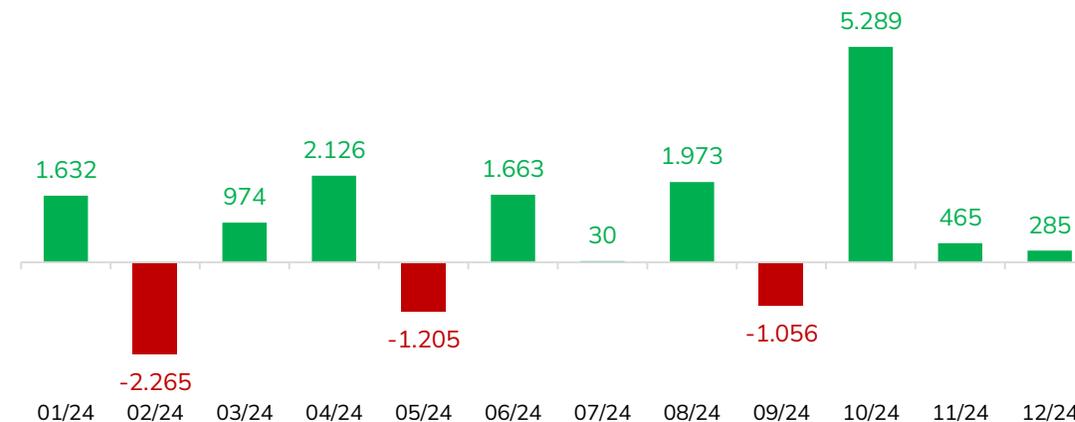
Nguồn: Fiinpro, ABS Research

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 30/12/2024, bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận

## NĐT cá nhân mua ròng đặc biệt trong các tháng đầu năm



## Khối tự doanh tham gia tích cực

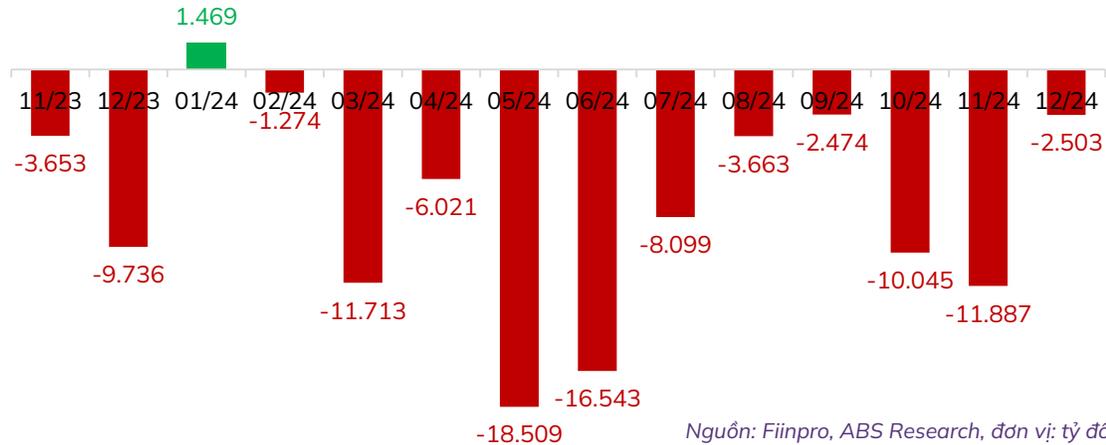


Nguồn: Fiinpro, ABS Research, đơn vị: tỷ đồng

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 30/12/2024, bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận của 3 sàn HSX, HNX và UpCom

# DIỄN BIẾN DÒNG TIỀN CỦA NĐT TRÊN VN-INDEX TRONG NĂM 2024

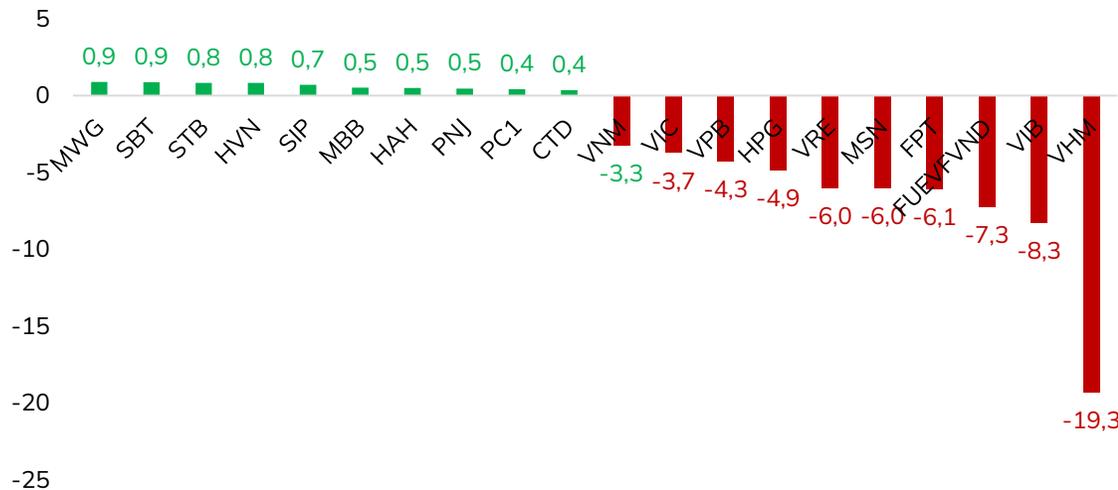
## Khối ngoại “nhuộm đỏ” thị trường



Nguồn: Fiinpro, ABS Research, đơn vị: tỷ đồng

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 30/12/2024, bao gồm cả giao dịch khớp lệnh và thỏa thuận của 3 sàn HSX, HNX và UpCom

## Top mua/bán ròng của của khối ngoại trong 12 tháng (nghìn tỷ đồng)



## NĂM 2024 – NĂM BÁN RÒNG KỶ LỤC

Trong năm 2024, khối ngoại bán ròng trong hầu hết các tháng với tổng giá trị ròng lên đến gần 89,9 nghìn tỷ đồng. Đỉnh điểm tại tháng 05/2024 giá trị bán ròng là 18,5 nghìn tỷ đồng. Điều này phản ánh xu hướng dịch chuyển dòng vốn trên thị trường khi có sự khác nhau về chính sách kinh tế giữa các quốc gia. Một trong những lý do chính là việc FED duy trì chính sách lãi suất cao, khiến các nhà đầu tư nước ngoài tìm kiếm các thị trường an toàn hơn, đặc biệt là khi lợi suất trái phiếu Mỹ hấp dẫn. Trong tháng 12/2024, thị trường cho tín hiệu tích cực hơn khi lực bán ròng đã giảm đáng kể chỉ còn 2,5 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, với việc FED trì hoãn cắt giảm sâu lãi suất, giá trị đồng USD vẫn mạnh so với VND, xu hướng rút ròng có thể vẫn tiếp tục trong năm tới.

## Tổng giá trị mua bán ròng của NĐT nước ngoài GD 2010 - 2024 (tỷ đồng)



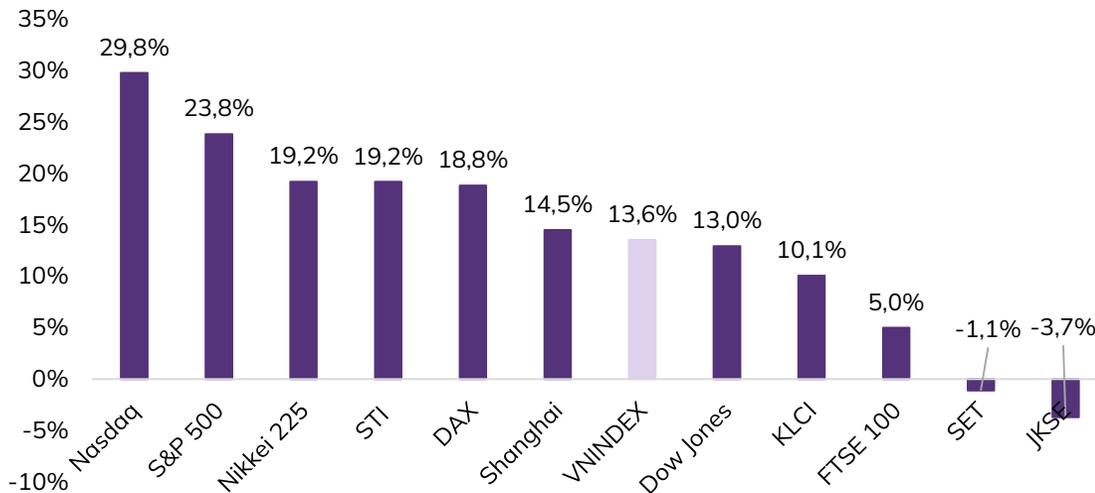
Nguồn: Fiinpro, ABS Research

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 30/12/2024

## VN-INDEX VẪN ĐANG Ở VÙNG ĐỊNH GIÁ THẤP

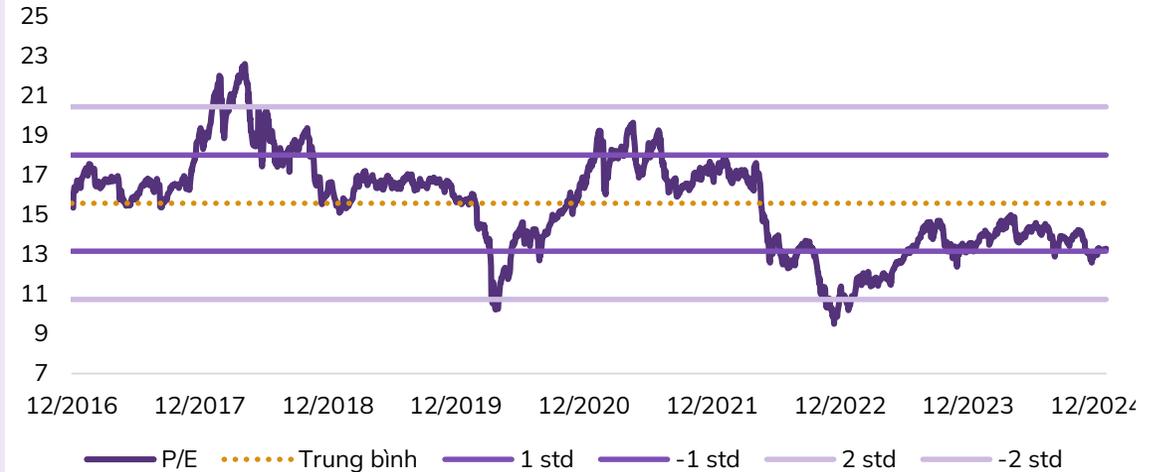
- Năm 2024, thị trường có giai đoạn tăng nhanh trong thời gian ngắn do yếu tố kỳ vọng vào chu kỳ phục hồi, đạt tới biên độ điển hình, sau đó đi ngang kéo dài để chờ đợi các yếu tố cơ bản.
- Chỉ số P/E 2024F giảm nhẹ so với một năm trước đạt 13,3 từ mức 13,93 cùng kỳ. Dự phóng 2025F ở mức 11,38 lần.
- Tương tự, chỉ số P/B vẫn đang ở vùng đáy 10 năm, tại 30/12 đang ở mức 1,69x, tăng nhẹ so với mốc 1,64 cùng kỳ
- Mức tăng trưởng của VNINDEX ở mức trung bình so với chứng khoán toàn cầu, tuy nhiên vẫn ở mức cao so với các nước khu vực ASEAN.

Lợi nhuận trong 1 năm của VNINDEX so với thị trường chứng khoán toàn cầu tính đến 30/12/2024

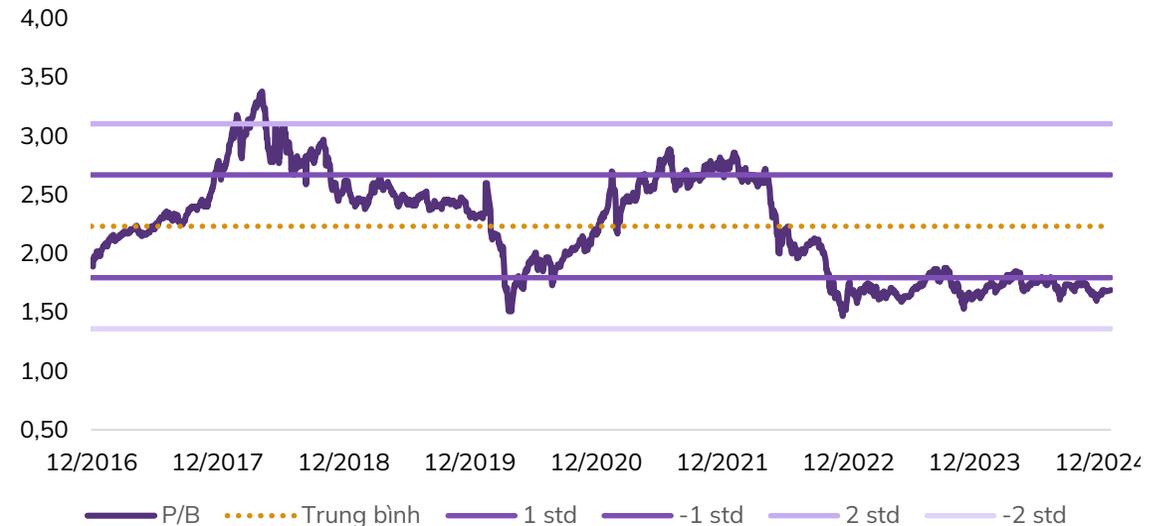


Nguồn: Investing, ABS Research

P/E VN-INDEX



P/B VN-INDEX



Nguồn: Fiinpro, ABS Research  
Ghi chú: Dữ liệu TTM tính đến ngày 30/12/2024

Thống kê chỉ số P/E của các nhóm ngành trong giai đoạn 2019 – 2024 (TTM)

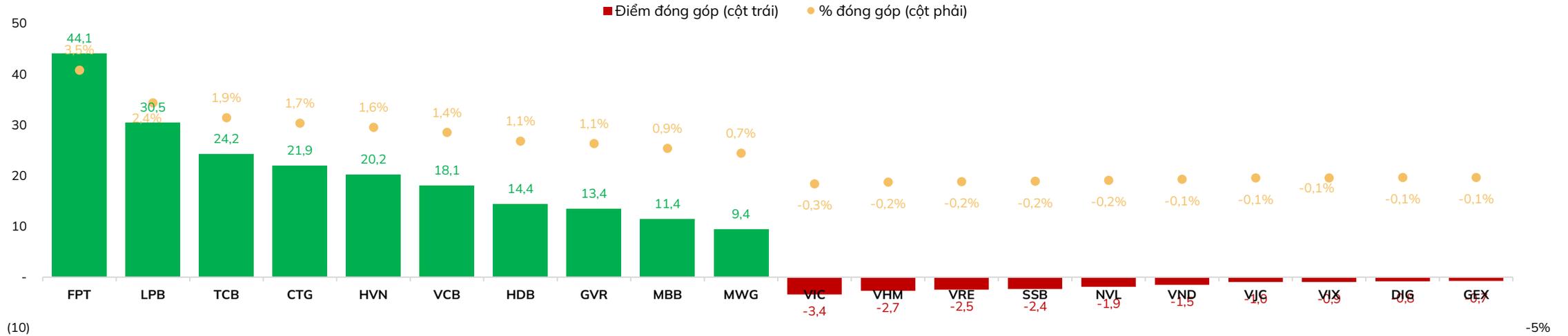
Ngành	Dầu khí	Hóa chất	Tài nguyên	VLXD	Hàng & DVCN	Ô tô	Thực phẩm	Hàng cá nhân	Y tế	Bán lẻ	Truyền thông	Du lịch & giải trí	Viễn thông	Điện, nước	Bảo hiểm	BDS	DV tài chính	Ngân hàng	CNTT
2019	15,22	15,11	12,74	12,67	12,18	15,53	13,95	8,51	10,58	15,34	12,57	15,98	10,88	11,57	14,44	15,13	22,63	13,61	13,22
2020	20,79	17,81	16,36	22,61	13,14	17,33	17,34	14,29	13,15	26	20,2	-44,35	29,72	15,1	14,08	19,64	25,95	16,23	22,75
2021	12,24	8,84	3,32	13,32	17,1	11,46	15,27	9,85	13,62	7,01	22,43	-8,61	121,21	16,56	14,21	13,69	4,75	9,8	16,64
2022	8,6	7,78	28,37	20,38	12,72	12,79	15,46	9,45	14,68	17,33	204,88	-8,51	23,52	10,62	17,68	13,9	33,46	9,22	19,62
2023	12,54	25,87	39,85	31,36	21,26	17,52	23,38	17,7	14,36	116,72	-44,39	-29,28	113,65	15,52	15,31	14,94	17,7	9,76	30,03
2024	19,98	18,59	20,33	22,48	18,16	12,71	21,4	14,4	16,07	38,62	153,52	22,09	58,9	16,4	15,31	18,02	16,45	9,61	29,87
Trung bình	14,90	15,67	20,16	20,47	15,76	14,56	17,80	12,37	13,74	36,84	61,54	-8,78	59,65	14,30	15,17	15,89	20,16	11,37	22,02
Chênh lệch	5,09	2,92	0,17	2,01	2,40	-1,85	3,60	2,03	2,33	1,78	91,99	30,87	-0,75	2,11	0,14	2,13	-3,71	-1,76	7,85
%	34%	19%	1%	10%	15%	-13%	20%	16%	17%	5%	149%	352%	1%	15%	1%	13%	-18%	-15%	36%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

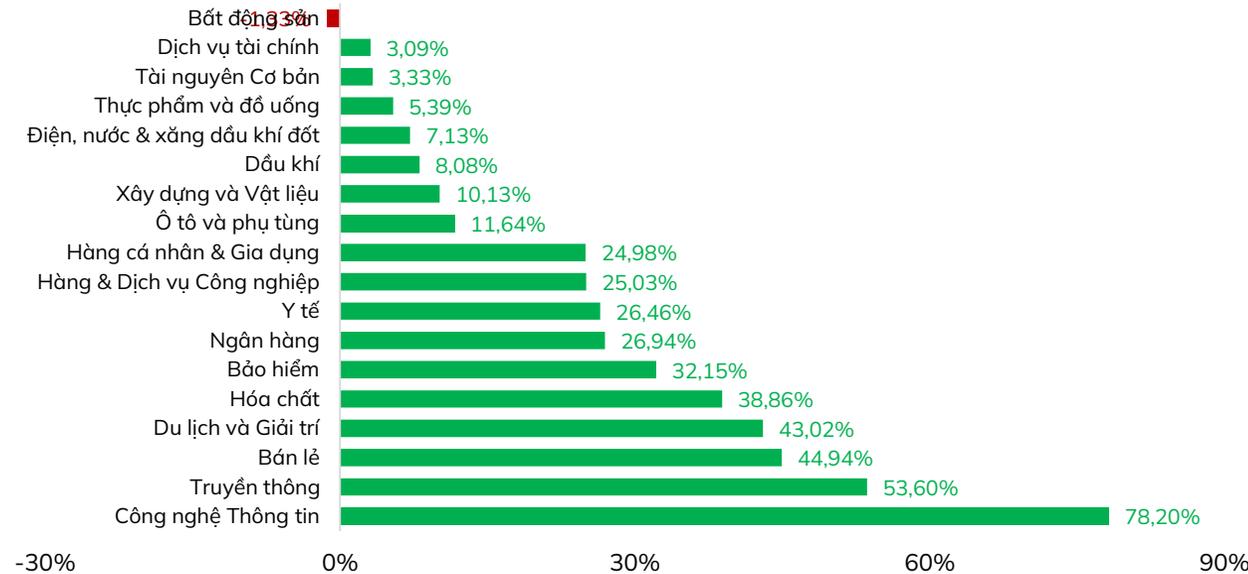
Ghi chú: Dữ liệu TTM tính đến ngày 30/12/2024

- Các nhóm ngành phân hóa mạnh trong năm 2024. Các ngành có mức P/E tăng mạnh so với năm trước đó bao gồm Truyền thông, Du lịch & Giải trí. Trong khi đó, hầu hết các nhóm ngành tại ngày 30/12 có mức định giá P/E giảm so với 2023, trong đó giảm sâu nhất có nhóm Bán lẻ, Tài nguyên và Hóa chất.
- Hầu hết các nhóm ngành đều đã vượt mức P/E trung bình 5 năm, tuy nhiên, nhóm cổ phiếu tài chính như Ngân hàng, Dịch vụ Tài chính và Bảo hiểm vẫn đang ở mức chiết khấu so với trung bình 5 năm.
- Nhóm Tài chính hiện đang ở mức P/E thấp hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử, phản ánh sự thận trọng của thị trường đối với tiềm năng tăng trưởng trong ngắn hạn.

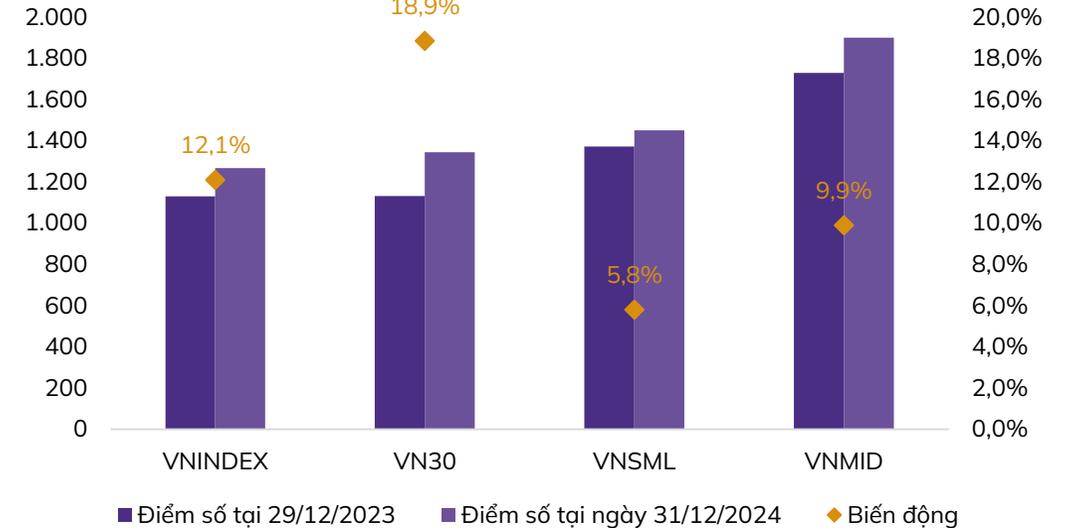
Top cổ phiếu đóng góp tăng/giảm điểm và biến động giá trong năm 2024



Chuyển đôn các nhóm ngành trong năm 2024



Biến động nhóm cổ phiếu theo vốn hóa



## ➤ NHÌN LẠI DỰ BÁO VÀ KHUYẾN NGHỊ NĂM 2024

NGÀNH	CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	ĐÁNH GIÁ	Giá tại ngày 30/12/2023	Giá tại ngày 25/12/2024	Tăng/Giảm (%) giá cuối năm 2024 so với cuối năm 2023	Giá cao nhất đạt được năm 2024	Tăng/Giảm (%) giá cao nhất năm 2024 so với cuối năm 2023
NGÂN HÀNG	VCB	99,100	MUA	80,300	92,400	15,1%	97,400	21,3%
	STB	32,000	MUA	27,950	36,250	29,7%	36,250	29,7%
	ACB	29,000	MUA	20,079	25,450	26,7%	26,250	30,7%
	MBB	29,000	MUA	18,248	24,450	34,0%	25,900	41,9%
CHỨNG KHOÁN	BSI	62,000	MUA	43,194	48,900	13,2%	58,653	35,8%
	VCI	58,000	MUA	32,602	34,100	4,6%	41,181	26,3%
	HCM	32,500	MUA	22,725	29,500	29,8%	31,200	37,3%
HÓA CHẤT	DGC	110,000	MUA	91,894	119,000	29,5%	128,301	39,6%
VLXD	HPG	31,200	KHẢ QUAN	25,405	27,150	6,9%	29,600	16,5%
	NKG	26,800	KHẢ QUAN	19,187	14,950	-22,1%	20,861	8,7%
	HSG	24,700	KHẢ QUAN	22,215	18,950	-14,7%	25,350	14,1%
	VLB	40,000	KHẢ QUAN	34,181	44,200	29,3%	44,200	29,3%
XÂY DỰNG	HHV	17,600	KHẢ QUAN	14,696	11,700	-20,4%	15,410	4,9%
	VCG	31,000	KHẢ QUAN	22,075	18,200	-17,6%	23,102	4,7%
BDS KCN	VGC	57,100	TRUNG LẬP	53,295	45,250	-15,1%	58,149	9,1%
	IDC	51,800	TRUNG LẬP	48,628	56,300	15,8%	63,800	31,2%
BDS DÂN CƯ	KDH	37,700	KHẢ QUAN	28,553	35,900	25,7%	35,950	25,9%
	VHM	61,000	MUA	43,200	40,600	-6%	48,250	11,7%
	NLG	37,500	KHẢ QUAN	36,235	36,300	0,2%	45,381	25,2%

## ➤ NHÌN LẠI DỰ BÁO VÀ KHUYẾN NGHỊ NĂM 2024

NGÀNH	CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	ĐÁNH GIÁ	Giá tại ngày 30/12/2023	Giá tại ngày 29/12/2024	Tăng/Giảm (%) giá cuối năm 2024 so với cuối năm 2023	Giá cao nhất đạt được năm 2024	Tăng/Giảm (%) giá cao nhất năm 2024 so với cuối năm 2023
ĐIỆN	PC1	27,800	TRUNG LẬP	25,069	23,250	-7.3%	27,680	10.4%
	NT2	27,700	KHẢ QUAN	23,838	20,900	-12.3%	25,881	8.6%
	POW	13,750	MUA	11,250	12,150	8%	15,300	36%
	QTP	16,200	KHẢ QUA	14,020	14,600	4.1%	16,871	20.3%
DẦU KHÍ	GAS	93,800	MUA	68,727	68,400	-0.5%	77,374	12.6%
	PVS	39,700	TRUNG LẬP	37,294	34,000	-8.8%	44,950	20.5%
	PVD	29,800	TRUNG LẬP	28,300	23,950	-15.4%	34,900	23.3%
CẢNG VÀ VẬN TẢI BIỂN	HAH	41,500	KHẢ QUAN	32,692	49,900	52.6%	50,800	55.4%
	PVT	29,000	KHẢ QUAN	23,763	28,200	18.7%	31,953	34.5%
THỦY SẢN	VHC	83,000	KHẢ QUAN	58,475	73,600	25.9%	77,124	31.9%
	ANV	34,000	KHẢ QUAN	15,319	20,500	33.8%	21,000	37.1%
CHĂN NUÔI	DBC	28,300	TRUNG LẬP	23,572	28,600	21.3%	31,659	34.3%
ĐƯỜNG	QNS	51,400	KHẢ QUAN	42,162	51,200	21.4%	52,000	23.3%
GẠO	PAN	N/A	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	19,782	23,750	20.1%	25,400	28.4%

## ➤ NHÌN LẠI DỰ BÁO VÀ KHUYẾN NGHỊ NĂM 2024

NGÀNH	CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	ĐÁNH GIÁ	Giá tại ngày 30/12/2023	Giá tại ngày 25/12/2024	Tăng/Giảm (%) giá cuối năm 2024 so với cuối năm 2023	Giá cao nhất đạt được năm 2024	Tăng/Giảm (%) giá cao nhất năm 2024 so với cuối năm 2023
DỆT MAY	MSH	35,400	TRUNG LẬP	33,875	52,800	55.9%	53,400	57.6%
	STK	26,100	TRUNG LẬP	25,950	24,600	-5.2%	35,100	35.3%
CẢNG VÀ VẬN TẢI BIỂN	DPM	33,600	TRUNG LẬP	31,577	35,400	12.1%	36,958	17%
	DCM	34,400	TRUNG LẬP	30,749	36,650	19.2%	40,700	32.4%
CÔNG NGHỆ THÔNG TIN	FPT	118,000	MUA	82,450	150,800	82.9%	150,800	82.9%
BÁN LẺ	FRT	110,200	TRUNG LẬP	107,000	183,500	71.5%	188,000	75.7%
	DGW	53,700	TRUNG LẬP	39,915	41,300	3.5%	52,661	31.9%



# TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG NĂM 2025



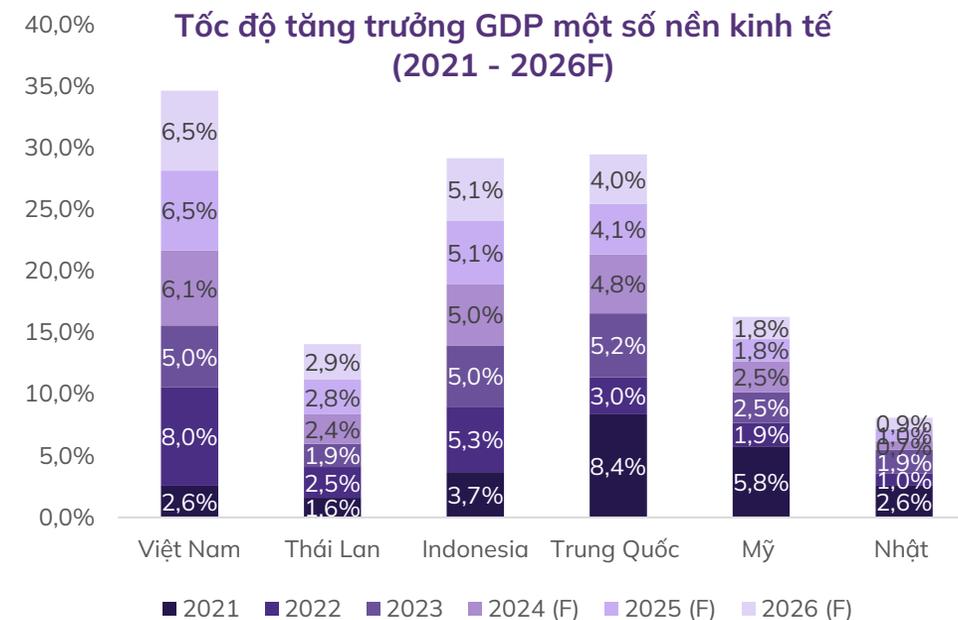
Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



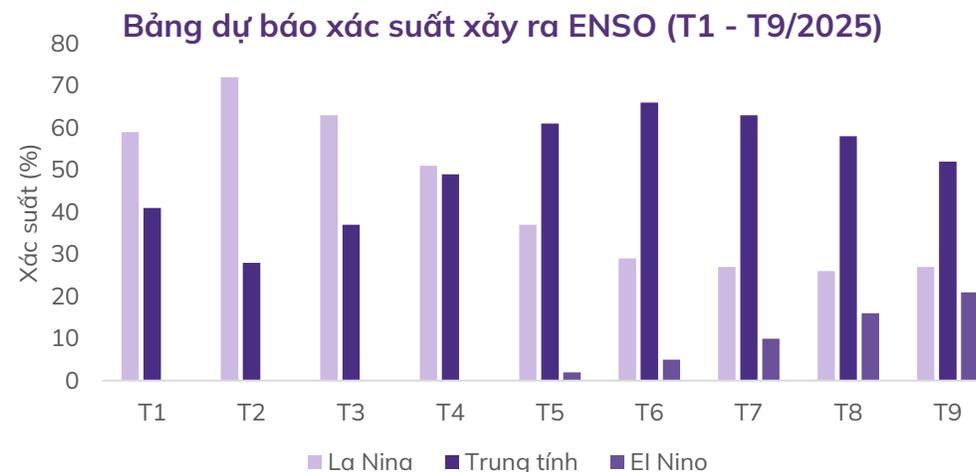
Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



- Sang năm 2025, dự báo các vấn đề địa chính trị tiếp tục căng thẳng tại Nga-Ucraina và Trung Đông, biến đổi khí hậu vẫn tiếp tục gây ra nhiều thiên tai, trong khi đó, chính sách thương mại mới của Mỹ có thể thúc đẩy hơn nữa quá trình dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu. Chính sách tài khóa tiếp tục nới lỏng tại nhiều nước để hỗ trợ tăng trưởng khiến trầm trọng thêm thâm hụt ngân sách nhiều chính phủ.
- Lạm phát tiếp tục giảm về các ngưỡng mục tiêu. Chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục nới lỏng, dẫn đến lãi suất điều hành giảm ở nhiều nước trên thế giới (trừ Nhật Bản). Cụ thể, NHTW châu Âu được dự báo sẽ cắt giảm lãi suất 4 lần xuống còn 1,75% đến 2,0%.
- Với xu hướng lãi suất toàn cầu giảm, vốn đầu tư sẽ tập trung vào Trái phiếu Kho bạc Mỹ khiến lợi suất trái phiếu này giảm đi. Mặc dù Fed vừa phát đi thông điệp có thể chỉ cắt lãi suất 2 lần trong năm 2025 nhưng chúng tôi dự báo Fed sẽ cắt giảm lãi suất ít nhất 4 lần trong năm 2025, đưa lãi suất điều hành về mức tối thiểu 3,25-3,50%.
- Mỹ sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng cho kinh tế toàn cầu. Tác động tiêu cực từ các mức thuế đánh vào hàng nhập khẩu sẽ được bù đắp bởi sự nới lỏng các quy định kinh doanh và giảm thuế TNDN. Tăng trưởng GDP của Mỹ dự báo đạt 2,8% năm 2024, giảm xuống 2,0-2,5% năm 2025 và 1,8-2,3% năm 2026. Tăng trưởng GDP tại Eurozone dự báo đạt 0,8% năm nay và 1,1% năm 2025 trong bối cảnh 2 nền kinh tế lớn nhất của khu vực này là Đức và Pháp sẽ tiếp tục khó khăn.
- Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc dự kiến sẽ chậm lại và chỉ đạt 4,7%-4,8% trong 2024 (thấp hơn mục tiêu 5%) và giảm xuống còn 4,5%/4,0% vào năm 2025/2026. Nước này sẽ phải ổn định thị trường bất động sản trong bối cảnh dân số giảm, giải quyết nợ chính quyền địa phương và đối phó nguy cơ Mỹ tăng thuế lên hàng nhập khẩu (dự báo trung bình 20%, cao nhất lên tới 60%).
- Tăng trưởng thương mại toàn cầu được World Bank nhận định ở mức 2,7%/3,0% trong 2024/2025, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 3,5% của giai đoạn trước COVID.



Nguồn: Worldbank, ABS Research

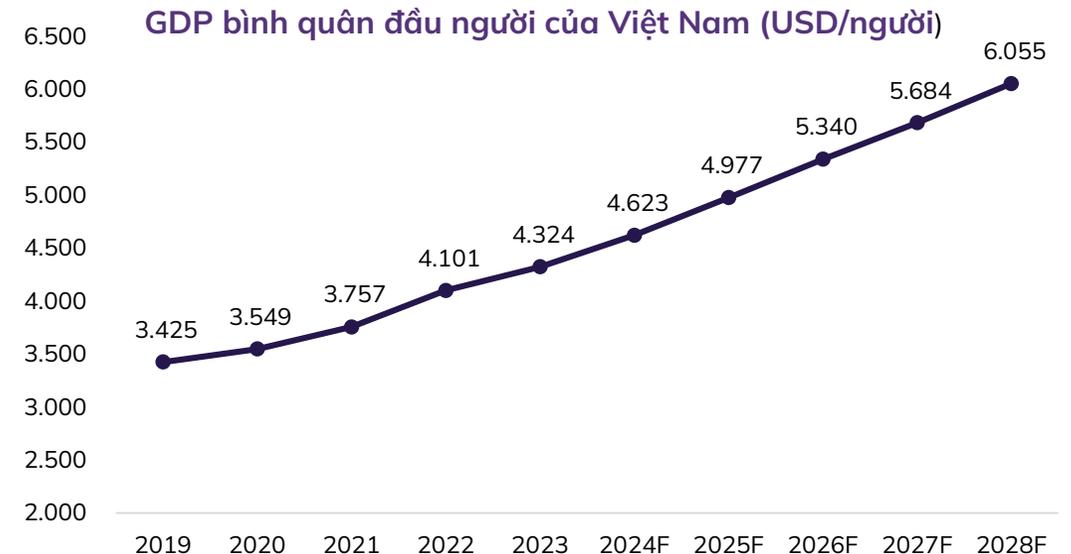


Nguồn: IRI, ABS Research

Chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng cao cho năm 2025 và cả giai đoạn 2026-2030. Chúng tôi cho rằng triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt Nam năm 2025 tích cực với tăng trưởng GDP quanh mức 7,2% trong kịch bản cơ sở, được hỗ trợ bởi:

- Đầu tư công được triển khai mạnh mẽ, sẽ tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng. Việc sáp nhập các Bộ GTVT và Bộ Xây dựng, Bộ KHĐT và Bộ Tài chính, thay thế lãnh đạo có thể giúp đẩy nhanh hơn quá trình này.
- FDI dự báo vẫn duy trì tăng trưởng mạnh nhờ chính sách thuế quan cứng rắn của Mỹ đối với Trung Quốc có thể khiến các nhà đầu tư nước ngoài ưu tiên mở rộng đầu tư tại Việt Nam, với vị trí địa lý gần Trung Quốc, hạ tầng ngày càng phát triển, các hiệp định thương mại tự do (FTA) rộng khắp, và các chính sách thu hút đầu tư của Việt Nam.
- Các ngành hàng xuất khẩu hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế tại Mỹ và Châu Âu và sự căng thẳng về thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc.
- Đặc biệt, ngành xuất khẩu dịch vụ du lịch duy trì đà tăng trưởng mạnh và ngành dịch vụ công nghệ thông tin bứt phá sau nhiều bước phát triển đột phá đã đạt được trong 2024.
- Cùng với các chính sách cải thiện an sinh xã hội, sức tiêu dùng của người dân dự báo sẽ hồi phục mạnh hơn năm 2024.
- Sự phục hồi của bất động sản và xây dựng tiếp diễn trong năm 2025 nhờ sự cải thiện luật pháp, các dự án phát triển cơ sở hạ tầng và xây dựng công nghiệp được đẩy mạnh.
- Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam cũng đối mặt với những thách thức từ cả trong nước và môi trường kinh tế toàn cầu. Cụ thể:
  - Việc triển khai đầu tư công thời gian qua còn chậm, quá trình sáp nhập các bộ ngành có thể làm chậm lại tiến độ giải ngân.
  - Tiêu dùng trong nước ở mức yếu do thu nhập hộ gia đình thấp, đầu tư tư nhân giảm do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng bất động sản vẫn chưa hết.

- Xuất khẩu khởi sắc sau Covid nhưng bị ảnh hưởng bởi kinh tế thế giới nhìn chung vẫn hồi phục yếu, chính sách bảo hộ của các quốc gia, bất ổn toàn cầu ảnh hưởng chuỗi cung ứng. Tình trạng dư cung tại Trung Quốc và hàng hóa giá rẻ Trung Quốc tràn sang Việt Nam do chiến tranh thương mại khiến giảm xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ;
- Một số nhà đầu tư FDI lớn như Samsung trong vài năm qua suy yếu. Những nhà đầu tư mới như Nvidia kỳ vọng có thể thay thế vai trò đầu tàu, nhưng sẽ cần thêm thời gian.
- Tỷ giá VND/USD chịu áp lực tăng khi chênh lệch lãi suất giữa 2 nước vẫn đang tiếp tục ở mức đáng kể, ít nhất trong nửa đầu năm 2025;
- Việt Nam có rủi ro (dù không cao) bị Mỹ áp thuế nhập khẩu cao nếu không cải thiện cán cân thương mại với Mỹ. Vấn đề này phụ thuộc chính sách của chính quyền Mỹ.



# TỶ GIÁ CHỊU ÁP LỰC VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NƠI LỎNG

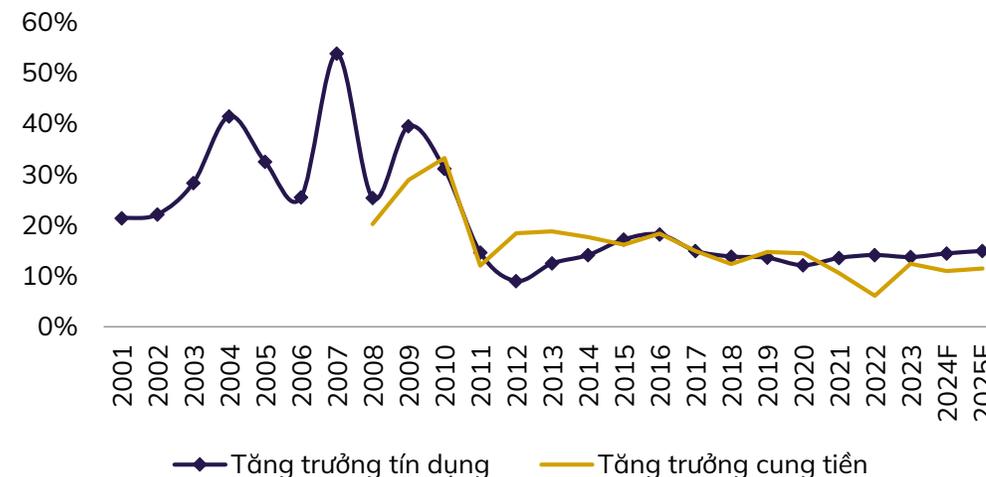
## CUNG TIỀN VÀ LÃI SUẤT

- Với quyết tâm tăng trưởng của chính phủ và mức độ hấp thu tín dụng của nền kinh tế dần được cải thiện, và với yếu tố lạm phát không có rủi ro lớn, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 sẽ ở mức 16%. Với ngành bất động sản, tín dụng sẽ tăng cả ở phân khúc kinh doanh BĐS lẫn vay tiêu dùng mua nhà do sự hồi phục của ngành BĐS và lãi suất cho vay mua nhà đã đang ở mức rất thấp (5-7%/năm) cho giai đoạn 2-3 năm đầu.
- Mặt bằng lãi suất huy động dự kiến tăng 50-100 điểm cơ bản trong 2025, chịu áp lực tăng nhiều hơn khi nhu cầu tín dụng tăng tốc trong nửa sau của 2025 cùng hoạt động đầu tư công, tiêu dùng và kinh doanh. Lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức thấp đến hết nửa đầu năm khi 2025 trong bối cảnh nhiều ngân hàng tiếp tục tham gia giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng.

## TỶ GIÁ VÀ DỰ TRỮ NGOẠI HỐI

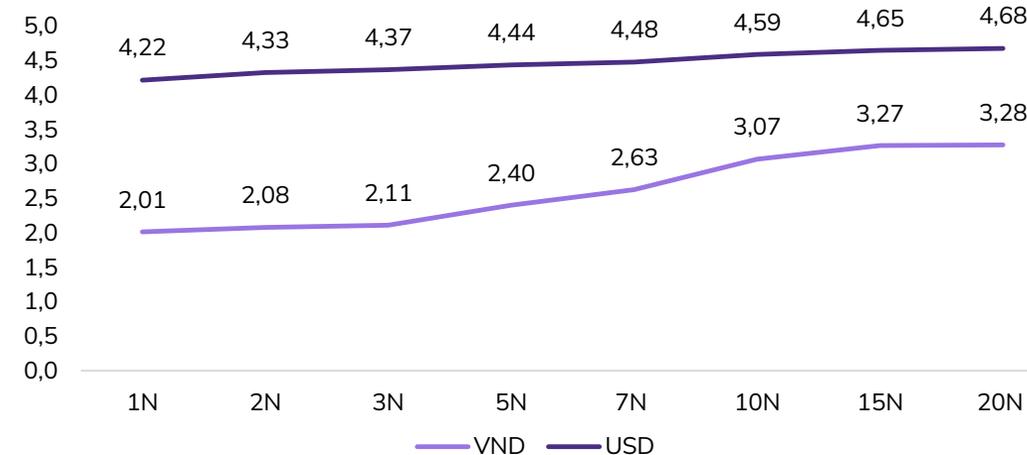
- Chúng tôi dự báo tỷ giá trong 2025 sẽ tăng khoảng 3,5–4,0%**, nguyên nhân từ:
  - Chỉ số DXY tiếp tục duy trì ở mức cao do triển vọng tăng trưởng kinh tế Mỹ vượt trội và nguồn vốn đầu tư toàn cầu tập trung vào Trái phiếu Kho bạc Mỹ, ít nhất trong nửa đầu năm 2025. Áp lực tỷ giá sẽ căng thẳng hơn trong nửa đầu năm, khi chênh lệch lợi suất TPCP Mỹ và Việt Nam các kỳ hạn ngắn ở mức khá cao, và sẽ giảm bớt về cuối năm khi Fed đã cắt giảm thêm lãi suất, các chính sách kinh tế của Mỹ ổn định dần, và lãi suất trên thị trường Việt Nam tăng lên.
  - Đồng CNY giảm giá do triển vọng kinh tế Trung Quốc suy giảm tăng trưởng và NHTW nước này đối phó với chiến tranh thương mại. Điều này gây thêm áp lực cho VND để hạn chế thâm hụt thương mại với Trung Quốc và nâng cao sức cạnh tranh.
  - NHNN tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt hỗ trợ tăng trưởng, ưu tiên duy trì lãi suất thấp trong điều kiện mức lạm phát được cho phép cao hơn.
  - Thặng dư thương mại, dòng vốn FDI và kiều hối vẫn duy trì ổn định.
  - Dòng vốn quốc tế vào thị trường chứng khoán dự kiến cải thiện khi TTCK Việt Nam có khả năng được nâng hạng vào tháng 9/2025.

Tăng trưởng Tín dụng và Cung tiền (%YoY)



Nguồn: NHNN, ABS Research

Lợi suất TPCP Việt Nam và Mỹ tại ngày 25/12/2024 (%/năm)

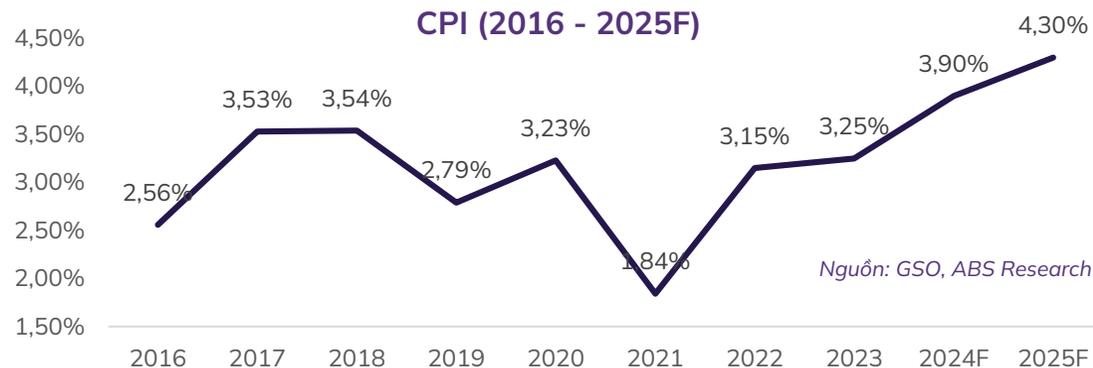


Nguồn: HNX, Bộ Ngân khố Mỹ, ABS Research

## ▶ LẠM PHÁT 2025 DỰ BÁO TĂNG, THỊ TRƯỜNG TPDN CÓ THÊM NHIỀU CƠ HỘI

### LẠM PHÁT

- ▶ **CPI năm 2025 ước tính tăng khoảng 3,9%-4,2% so với 2024.** Các yếu tố làm tăng lạm phát bao gồm:
  - Thị trường bất động sản hồi phục và hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh, tăng nhu cầu tín dụng và vòng quay tiền tệ.
  - Áp lực từ tỷ giá trong 2025 ở mức cao (nhất là trong nửa đầu năm), từ đó làm tăng giá hàng hoá và nguyên vật liệu nhập khẩu từ thị trường nước ngoài.
  - Giá dịch vụ y tế, giá điện, giá dịch vụ giáo dục được điều chỉnh hàng năm.
  - Nguy cơ căng thẳng, xung đột địa chính trị ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng.
- ▶ **Các yếu tố làm giảm lạm phát:**
  - Giá hàng hóa thế giới ở mức thấp do nhu cầu yếu. Nhu cầu dầu mỏ của thế giới yếu do kinh tế hồi phục yếu, cộng với chính sách tăng sản lượng khai thác của Mỹ khiến giá năng lượng thế giới dự báo ở mức thấp. Các tổ chức như Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) và OPEC đã đưa ra mức giá trung bình cho dầu Brent vào năm 2025 khoảng 70 USD/thùng, thấp hơn mức đỉnh của năm 2024 là 77-82 USD/thùng.
  - Giá gạo toàn cầu dự báo giảm trong năm 2025 khi mà Ấn Độ đã gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo Basmati từ đó tạo ra nguồn cung dồi dào.



### THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP: NHIỀU CƠ HỘI MỚI

- ▶ Một lượng lớn TPDN ngành bất động sản, năng lượng... đã được đàm phán gia hạn trong năm 2023 theo sau Nghị định 08. Thời hạn gia hạn tối đa là 2 năm, vì vậy lượng trái phiếu đáo hạn kể từ Q2/2025 trở về sau sẽ cao dần vào đạt đỉnh tại Q3. Tổng giá trị TPDN (cả phát hành riêng lẻ và công chúng) đáo hạn riêng trong Q3/ 2025 sẽ lên mức kỷ lục là 120 nghìn tỷ đồng (gấp 1.6 svck), gây áp lực lên thị trường tài chính.
- ▶ Tuy nhiên, dự báo nhờ các cải cách thể chế, với nhiều bộ luật liên quan đến kinh doanh BĐS được sửa đổi và áp dụng, thị trường BĐS dự kiến ấm lên giúp cải thiện dòng tiền trả nợ của nhiều doanh nghiệp.
- ▶ Trong khi đó, nhu cầu vốn cho triển khai các dự án mới sẽ gia tăng. Tính đến cuối tháng 11/2024, tổng lượng trái phiếu phát hành đạt hơn 400 nghìn tỷ đồng. Trong đó, tổng giá trị quy mô phát hành trái phiếu ra công chúng là 46 nghìn tỷ đồng, tăng hơn 30% so với cùng kỳ năm 2023. Dự báo xu hướng khối lượng TPDN phát hành mới sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2025.
- ✓ Luật Chứng khoán sửa đổi siết chặt điều kiện NĐT chuyên nghiệp là cá nhân mua trái phiếu phát hành riêng lẻ, chỉ khi doanh nghiệp phát hành đáp ứng được điều kiện về xếp hạng tín nhiệm, tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh ngân hàng.... Đồng thời, bổ sung quy định điều kiện phát hành TPDN ra công chúng đối với doanh nghiệp, siết chặt quy định công bố thông tin, trách nhiệm của cơ quan quản lý và các bên liên quan... Điều này một mặt giúp tăng cường tính minh bạch, cải thiện chất lượng trái phiếu và hoạt động phát hành ra thị trường; mặt khác giúp cải thiện niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

## DỰ BÁO CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ CHÍNH 2025

	Kịch bản khả quan	Kịch bản cơ sở	Kịch bản kém khả quan
Tăng trưởng GDP	7.4-7.8%	7.0-7.4%	6.5-7.0%
CPI	3.70%	3.90%	4,20%

Các chỉ số vĩ mô khác như sau:

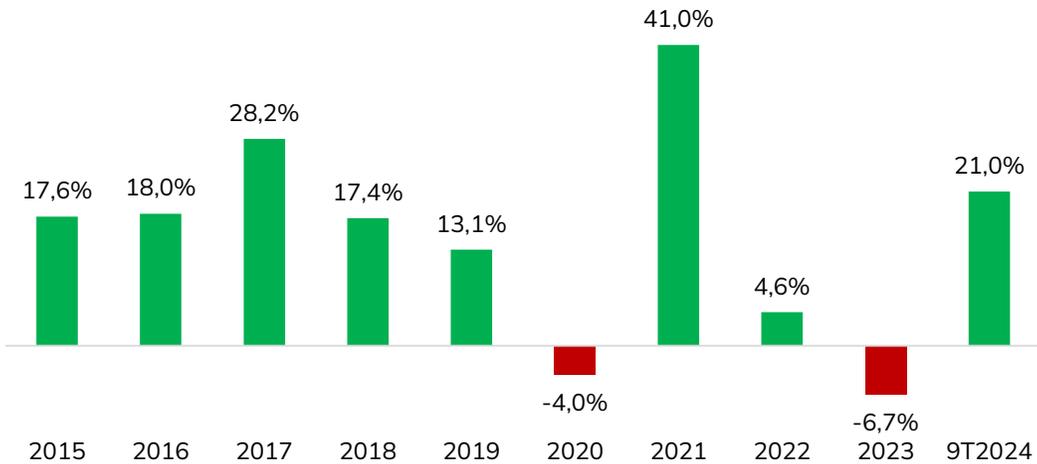
Chỉ số	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Cán cân thương mại (tỷ USD)	11,1	19,1	4,0	11,2	28,5	25	26.2
Tỷ giá (VND/USD)	23.230	23.215	22.930	23.780	24.770	25.500	26,500
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79,0	94,4	107,0	82,0	87,2	79	82
Tăng trưởng tín dụng (% YTD)	13,7	12,0	13,0	14,5	13,7	14,5	16

Một số chỉ tiêu chủ yếu chính phủ đề ra trong 2025 và giai đoạn 2026-2030

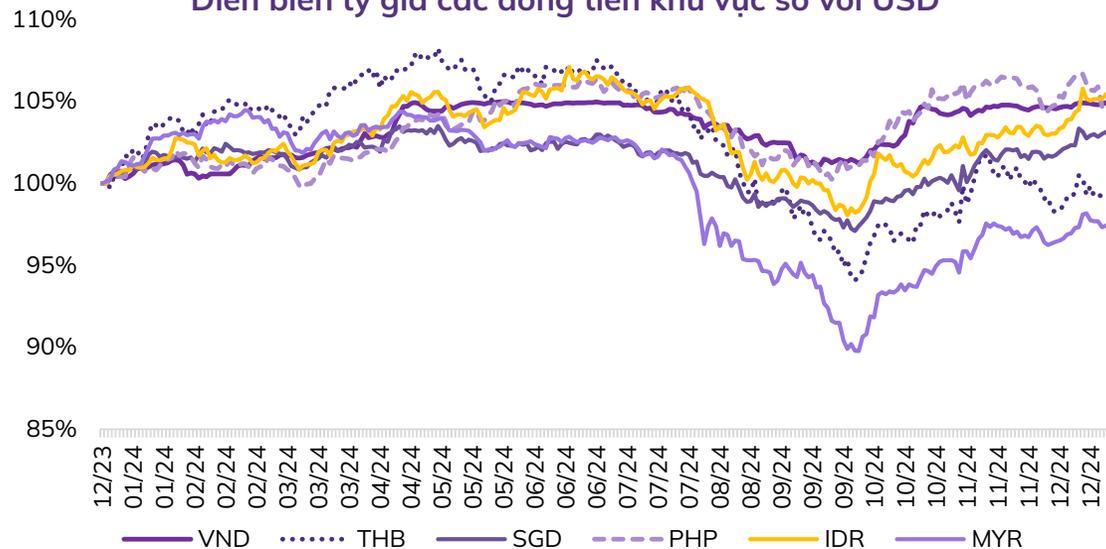
Chỉ tiêu	Năm 2025	Giai đoạn 2026-2030
Tốc độ tăng trưởng GDP	6.5-7.5%	7.5-8.5%
GDP bình quân đầu người	4.900 USD	7.400-7.600 USD
Tỷ trọng công nghiệp chế biến chế tạo trong GDP	24.10%	28-30%
Tỷ lệ lao động qua đào tạo	29-29.5%	35-40%
Tốc độ tăng năng suất lao động bình quân	5.3-5.4%	6.5-7.5%
Tỷ lệ hộ nghèo theo chuẩn đa chiều giảm	0.8-1%	1-1.5%
Tốc độ tăng CPI bình quân	4.50%	
Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị	<4%	
Tỷ lệ che phủ rừng		42%
Tỷ trọng kinh tế số		25-30%
Bội chi ngân sách nhà nước	3.80%	<=5%

# ➤ LỢI NHUẬN TOÀN THỊ TRƯỜNG DỰ BÁO TĂNG 17,8% TRONG 2025

Tăng trưởng LNST của các DNNY



Diễn biến tỷ giá các đồng tiền khu vực so với USD



Nguồn: Bloomberg, FiinPro, ABS Research

- Tổng LNST toàn thị trường trong Q3/2024 tăng +21,9% svck năm 2023, tương đương với tốc độ tăng trưởng trong hai quý đầu năm (+21,2% trong Q1 và +19,9% trong Q2). Tăng trưởng chung đóng góp chủ yếu bởi nhóm Phi tài chính (+28,7% YoY) trong khi nhóm Tài chính ghi nhận mức tăng thấp hơn (+16,5% YoY) do lợi nhuận kém đi ở Chứng khoán (-8,6% YoY) và Bảo hiểm (-34,5% YoY). Riêng với Ngân hàng, xu hướng tăng so với cùng kỳ tiếp tục được duy trì, đạt +17,6% YoY trong Q3/2024, Nhưng giảm tốc so với quý trước (+21,6% YoY trong Q2/2024).
- Tổng LNST 9T/2024 của toàn thị trường tăng +21% svck, cao hơn kế hoạch năm 2024 (+17,9%), và đã hoàn thành 83% kế hoạch LNST cả năm. Trong đó khối Phi tài chính tăng 26% svck và khối Tài chính tăng 17% svck.
- Với nhóm ngành Phi tài chính, LNST tăng trưởng +28,7% YoY trong Q3/2024, cao hơn mức tăng trong quý 2 trước đó (+18% YoY) cho dù doanh thu duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định và biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (biên EBIT) gần như đi ngang. Đóng góp chính vào mức tăng trưởng cao về LNST trong quý 3 này là các khoản thu nhập không thường xuyên (bao gồm thu nhập tài chính và thu nhập khác) ở ngành Bất động sản (NVL, VHM, ...), Điện (PGV, POW). Nếu không tính đến các khoản thu nhập không thường xuyên này, LNST Q3/2024 của nhóm Phi tài chính ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn (+11% YoY), kéo tăng trưởng LNST toàn thị trường về mức 12% (so với con số chính thức là +21,9% YoY)
- Chúng tôi dự báo LNST các doanh nghiệp niêm yết năm 2024 sẽ tăng khoảng 18,4% so với năm 2023, nhờ có LNST nhóm ngành Phi tài chính tăng khoảng 17,5% trong khi nhóm ngành Tài chính tăng khoảng 19,4%. Năm 2025, chúng tôi dự báo LNST các doanh nghiệp niêm yết sẽ hồi phục 17,8% svck, nhờ cả tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.

## ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

- VN-Index đã có nhịp hồi phục từ tháng 10/2023 sang Q2/2024, trước khi chuyển sang đi ngang cho đến cuối năm. VN-Index kết năm 2024 với P/E 2024F ở mức 13,42x, thấp hơn P/E 2023 ở mức 13,93x, nhờ tăng trưởng lợi nhuận tích cực của các doanh nghiệp. Mức định giá này thấp hơn một chút mức P/E bình quân 3 năm qua ở mức 13,6x.

## NHÓM CỔ PHIẾU VỐN HÓA LỚN CÓ TRIỂN VỌNG HẤP DẪN NHẤT

- Xét theo các nhóm cổ phiếu, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đang có định giá hấp dẫn nhất ở mức P/E 12,16x, thấp hơn 4,3% trung bình 3 năm và thấp hơn 9,4% bình quân toàn thị trường.
- Ngược lại, nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình đang có định giá P/E cao nhất, cao hơn bình quân thị trường và trung bình 3 năm của nhóm.
- Nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ đã sụt giảm -30% trong năm, về mức bình quân.

**Bảng: Định giá các chỉ số chứng khoán Việt Nam**

Chỉ số	P/E 2023	P/E 2024	% svck	Trung bình 3 năm
VN-INDEX	13.93	13.42	-3.7%	13.6
VN30	12.03	12.16	1.1%	12.7
VNMID	16.75	17.97	7.3%	14.1
VNSML	21.07	14.74	-30.0%	14.9

Nguồn: FiinTrade, ABS Research  
Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 27/12/2024

## CÁC KÊNH ĐẦU TƯ KHÁC

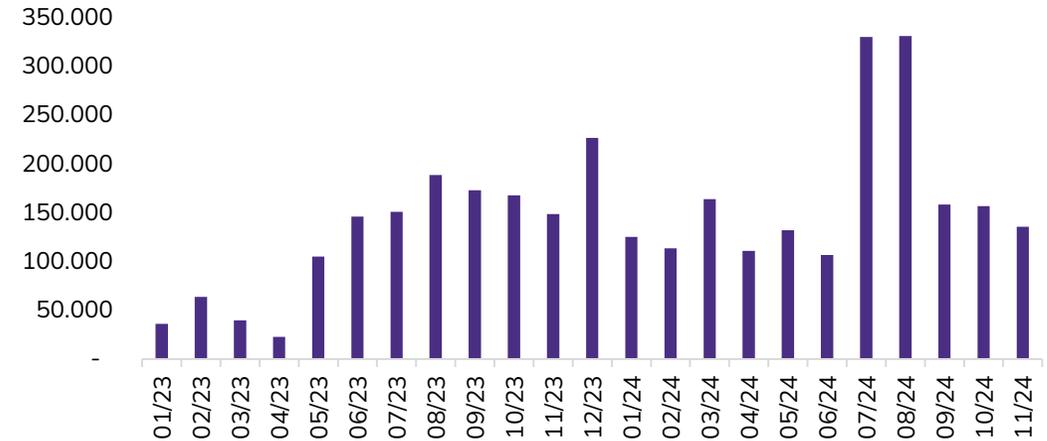
- Mức lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm hiện tại phổ biến trong khoảng 4,6-5.4%/năm, tương đương P/E 18,5-21,7x, cao hơn mức định giá của VN-Index. Ngoài ra, xu hướng lãi suất dự kiến sẽ chưa tăng mạnh trong ít nhất nửa đầu năm 2025 do nhu cầu tín dụng chưa hồi phục ngay. Với việc tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp dự kiến cải thiện trong 2025, kênh gửi tiền tiết kiệm sẽ càng sinh lời kém hơn so với đầu tư cổ phiếu.
- Thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Với Luật Chứng khoán vừa được sửa đổi một số điều luật, dự kiến sẽ có thêm nhiều cơ hội phát hành mới ra công chúng, tuy nhiên còn cần chờ các Nghị định 153 và 155 được sửa đổi để có thêm nhiều TPDN tốt có thể được chào bán cho công chúng đầu tư.
- Thị trường bất động sản hiện tại chưa thu hút NĐT cá nhân do một lượng vốn lớn đọng ở bất động sản, mặt bằng giá cao và tín dụng BĐS chưa được khơi thông. Với các bộ luật mới đi vào thực tiễn, nguồn cung căn hộ sẽ cải thiện trong khi chi phí phát triển quỹ đất sẽ tăng mạnh khiến dư địa tăng giá phân khúc này sẽ hạn chế. Trong khi đó, nhiều doanh nghiệp sẽ phải giảm giá bán BĐS để nhanh chóng cải thiện dòng tiền trước kỳ đáo hạn TPDN năm 2025, có thể lượng cung BĐS thứ cấp tăng cao.
- Lãi suất toàn cầu dự báo giảm dần cộng với việc các bất ổn địa chính trị vẫn còn kéo dài, vàng vẫn là kênh đầu tư thu hút vốn nhà đầu tư cá nhân trong năm 2025. Thị trường tiền kỹ thuật số đã tăng giá quá mạnh cuối 2024 và hiện đang không còn ở vùng giá an toàn cho nhà đầu tư mua mới.

## TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN (1/2)

### Nhà đầu tư nội

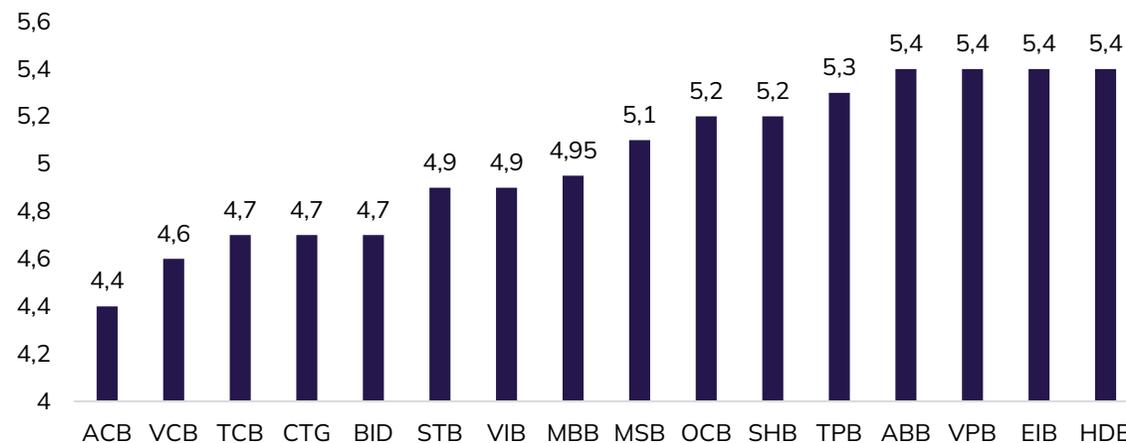
- Trong bối cảnh lãi suất vẫn ở vùng thấp kỷ lục và không có nhiều các kênh đầu tư thay thế, dự kiến dòng tiền nội sẽ tham gia tích cực vào thị trường chứng khoán năm 2025.
- Dự nợ cho vay của các CTCK cuối quý 3/2024 đạt gần 237 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 29,8% so với đầu năm. Tỷ lệ dự nợ cho vay/Vốn hóa toàn thị trường đã tăng tương ứng từ mức 3,5% lên 4,51%, là mức cao kỷ lục trong 4 năm trở lại đây. Tuy nhiên, dư địa các CTCK cho vay ký quỹ còn rất lớn vì số dư cho vay mới chỉ tương đương 88% vốn chủ sở hữu của ngành, thấp hơn nhiều mức tối đa được phép là 200%.

### Số tài khoản mở mới trong nước



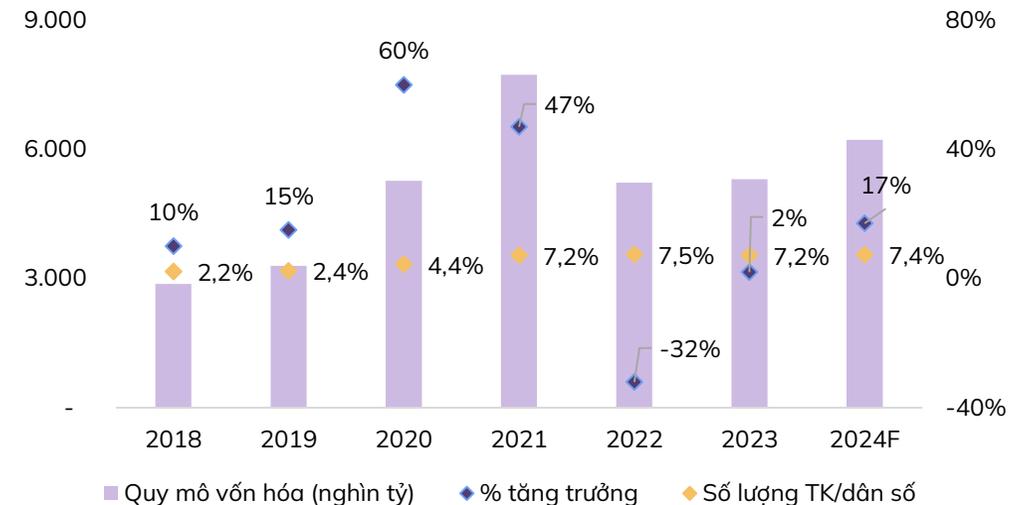
Nguồn: VSDC, ABS Research

### Lãi suất huy động 12 tháng của một số NHTM cuối 2024 (%/năm)



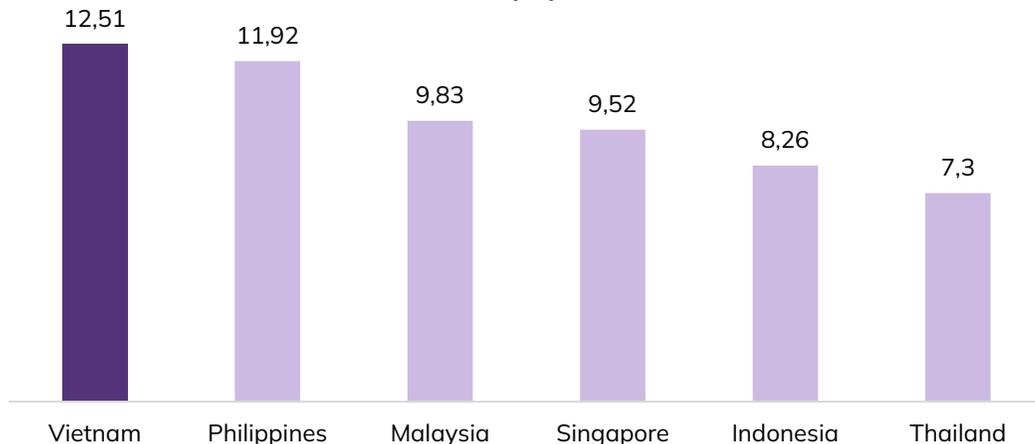
Nguồn: Wichart, ABS Research

### Quy mô vốn hóa và số lượng TKCK/dân số



Nguồn: Bloomberg, CEIC data, ABS Research

Hiệu suất sử dụng vốn ROE các thị trường năm 2024 (%)



Nguồn: Bloomberg, ABS Research

Định giá của VNIndex so với các nước khu vực Đông Nam Á

Quốc gia	Chỉ số chính	P/E 2024	P/B 2024
<b>Viet Nam</b>	<b>VNIndex</b>	<b>14.15</b>	<b>1.69</b>
<b>Trung bình</b>		<b>14.94</b>	<b>1.50</b>
Indonesia	JCI Index	16.36	1.94
Malaysia	KLCI Index	14.55	1.47
Thailand	SET Index	19.92	1.37
Philippines	PCOM Index	11.98	1.44
Singapore	STI Index	12.67	1.32

Nguồn: Bloomberg, CEIC data, ABS Research

### Nhà đầu tư ngoại

- So với các nước trong khu vực Đông Nam Á, VN-Index hiện đang giao dịch với P/E thấp hơn trung bình, mặc dù lạm phát và lãi suất cao hơn, trong khi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index vẫn ở mức tích cực, với tăng trưởng GDP dự báo cao nhất khu vực trong 2025.
- Năm 2025, Mỹ và EU sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ, dù lãi suất tại Mỹ vẫn ở mức cao nhưng xu hướng sẽ là giảm cả sang các năm sau. Trong khi đó, Trung Quốc đã và đang thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng, tăng cung tiền. Chênh lệch lãi suất giữa USD và VND sẽ được thu hẹp dần.
- Các giải pháp nâng hạng TTCK Việt Nam và vận hành hệ thống giao dịch KRX là yếu tố hấp dẫn dòng tiền nhanh từ các quỹ ETF trong ngắn hạn. Triển vọng Việt Nam được FTSE nâng hạng lên “Thị trường mới nổi” trong kỳ xem xét tháng 9/2025 sẽ khiến thị trường Việt Nam trở nên hấp dẫn đối với NĐT ngoại.
- Triển vọng Việt Nam phát triển mạnh ngành CNTT đã đưa đến **các giải pháp mới** như chứng chỉ lưu ký quốc tế DR “FPTVN19” chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thái Lan (SET) ngày 12/12/2024, mở ra cơ hội đầu tư hấp dẫn cho nhà đầu tư Thái Lan vào Tập đoàn FPT, tập đoàn công nghệ hàng đầu Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo dòng vốn ngoại đầu tư gián tiếp vào thị trường Việt Nam sẽ cải thiện mạnh mẽ, nhất là vào nửa cuối năm 2025.

# MỤC LỤC NGÀNH

<u>1. NGÂN HÀNG</u>	<u>67</u>
<u>2. CHỨNG KHOÁN</u>	<u>88</u>
<u>3. BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ</u>	<u>102</u>
<u>4. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP</u>	<u>114</u>
<u>5. XÂY DỰNG</u>	<u>127</u>
<u>6. THÉP</u>	<u>141</u>
<u>7. ĐIỆN</u>	<u>148</u>
<u>8. DẦU KHÍ TRUNG NGUỒN</u>	<u>162</u>
<u>9. DẦU KHÍ HẠ NGUỒN</u>	<u>171</u>
<u>10. BÁN LẺ</u>	<u>182</u>
<u>11. CÔNG NGHỆ THÔNG TIN</u>	<u>193</u>
<u>12. CẢNG BIỂN</u>	<u>203</u>
<u>13. VẬN TẢI BIỂN</u>	<u>217</u>
<u>14. THỰC PHẨM/CHĂN NUÔI</u>	<u>229</u>
<u>15. THỦY SẢN</u>	<u>239</u>
<u>16. DỆT MAY</u>	<u>249</u>
<u>17. GỖ</u>	<u>258</u>
<u>18. PHÂN BÓN/HÓA CHẤT</u>	<u>264</u>
<u>19. DƯỢC</u>	<u>274</u>



# NGÀNH NGÂN HÀNG

Hồi phục trong sự phân hóa

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



## ➤ TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG TÍCH CỰC

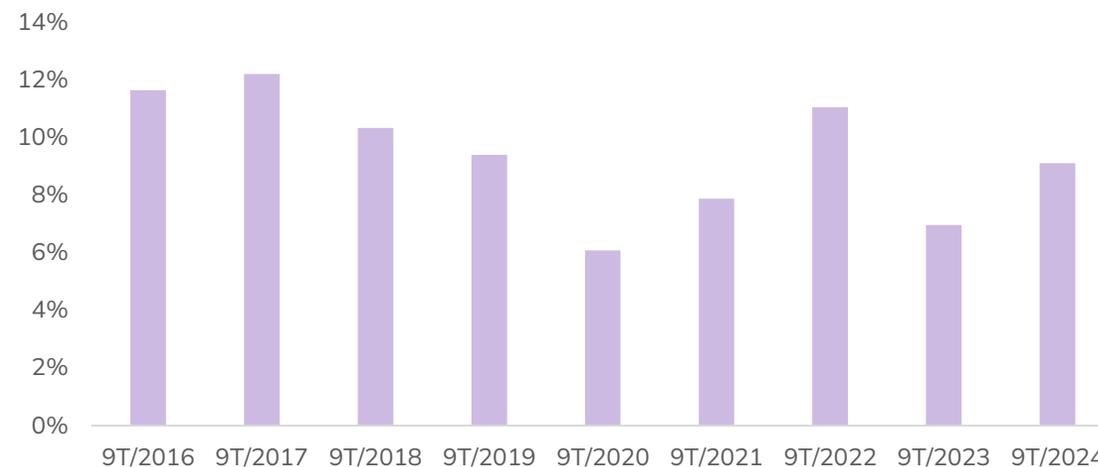
Tính đến hết Q3/2024, tăng trưởng tín dụng đạt 9%. Trong đó, các ngân hàng có tỷ trọng cho vay vào lĩnh vực bất động sản tăng trưởng tín dụng ấn tượng, như LPB, TCB và HDB đã ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với trung bình toàn ngành.

Tính đến cuối tháng 11, tăng trưởng tín dụng cả nước đạt 11,9% và tiếp tục tăng lên 12,5% vào ngày 7/12, cao hơn nhiều mức cùng kỳ tháng 11/2023 là 9%, cho thấy nền kinh tế bắt đầu hồi phục mạnh mẽ trở lại sau khi tín dụng tăng trưởng âm trong những tháng đầu năm. Để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng NHNN chủ động điều chỉnh tăng thêm hạn mức dựa trên cơ sở điểm xếp hạng cho những ngân hàng như ACB, HDB, LPB, TCB...

**Chúng tôi kỳ vọng sang năm 2025, tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt mức 16%**, với động lực tăng trưởng chính từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp, nhờ các yếu tố sau:

- Môi trường lãi suất thấp được kỳ vọng kéo dài sang 2025.
- Chính phủ tiếp tục tháo gỡ các rào cản pháp lý cho thị trường bất động sản, giúp lĩnh vực này thu hút thêm vốn tín dụng.
- Chính phủ dự kiến tăng mạnh đầu tư công trong các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm, từ đó kéo theo nhu cầu tín dụng trong các lĩnh vực liên quan như xây dựng, vật liệu, và logistics.
- Nhu cầu tín dụng bán lẻ gia tăng theo đà tăng trưởng của thu nhập khi GDP dự kiến tăng mạnh 7,2%, phấn đấu tăng 8% trong năm 2025 và nguồn cung bất động sản tại các đô thị lớn cải thiện.

Tăng trưởng tín dụng (YTD)



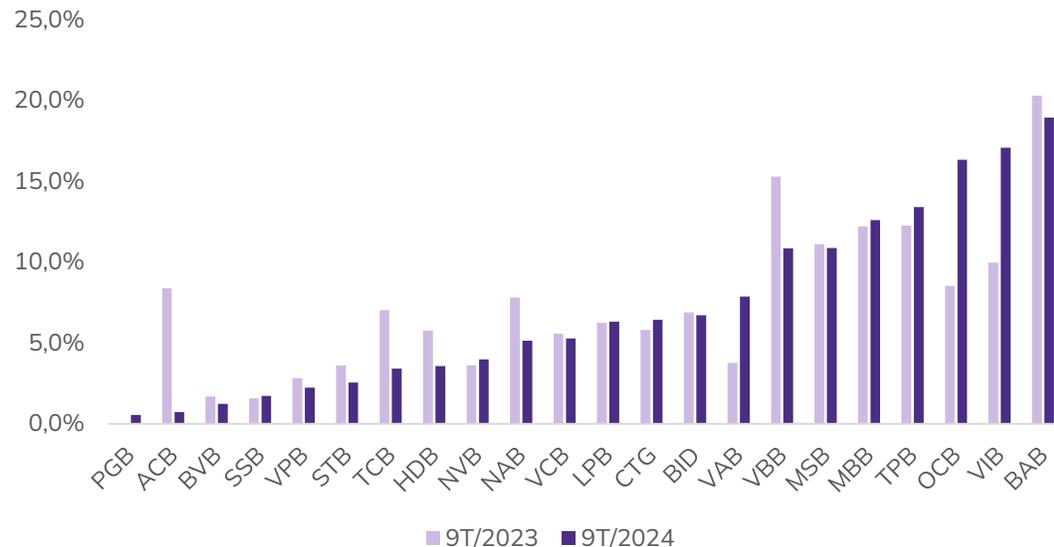
Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng 9T/2024



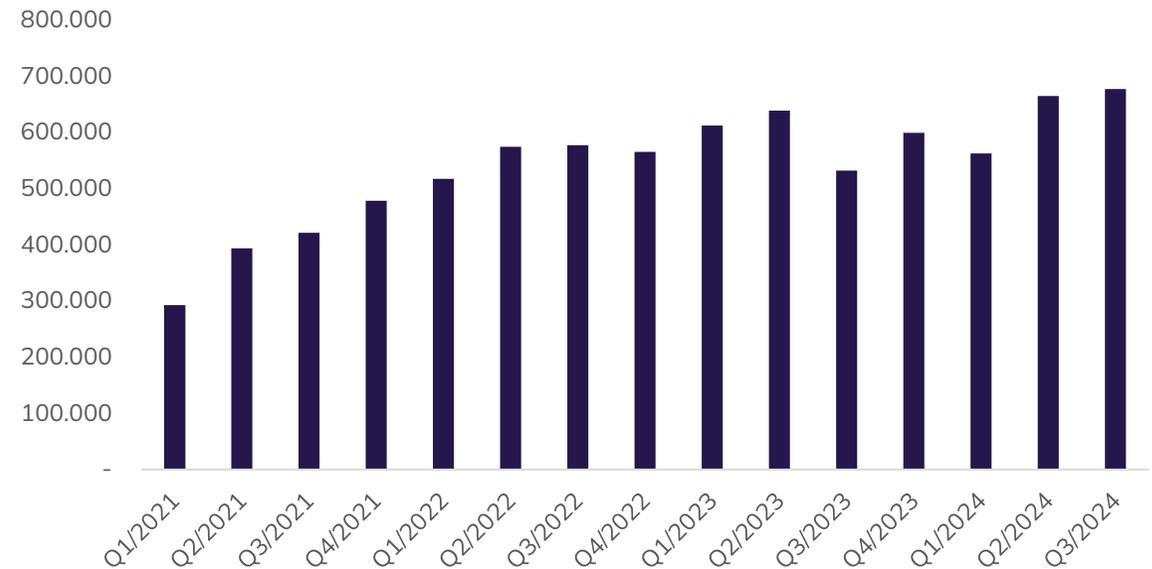
Nguồn: FiinPro, ABS Research

- Giá trị trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) do các ngân hàng niêm yết nắm giữ tại Q3/2024 đạt 676 nghìn tỷ đồng (+27% svck, +13% Ytd). Tuy nhiên, tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trong cơ cấu tín dụng của các ngân hàng trong danh sách hầu hết đều ghi nhận giảm so với cùng kỳ, với BAB, OCB, TPB, VIB là những ngân hàng có tỷ trọng đầu tư TPDN/Tổng tín dụng cao nhất ngành.
- Trong 11 tháng năm 2024, ngân hàng là nhóm ngành có giá trị phát hành cao nhất với khoảng 26,8 nghìn tỷ, tăng 113% svck, chiếm tỷ trọng 70% giá trị phát hành toàn thị trường, lãi suất bình quân gia quyền là 5,6%/năm. Đồng thời, ngành ngân hàng nhóm ngành dẫn đầu về giá trị mua lại TPDN trên thị trường, chiếm 77,8% tổng giá trị mua lại trước hạn, tương ứng 156,3 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng tái cơ cấu lại lãi suất vay nợ trái phiếu dài hạn do hiện nay mức lãi suất thị trường đang ở mức thấp kỷ lục, thấp hơn nhiều lãi suất phát hành TPDN trong các năm trước.
- Trong tháng 11, có xuất hiện trở lại của trái phiếu xanh. Cụ thể, VCB phát hành thành công trái phiếu xanh trị giá 2.000 tỷ đồng, cho thấy xu hướng quan tâm tới các dự án thân thiện với môi trường hơn.

Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp/Tổng tín dụng



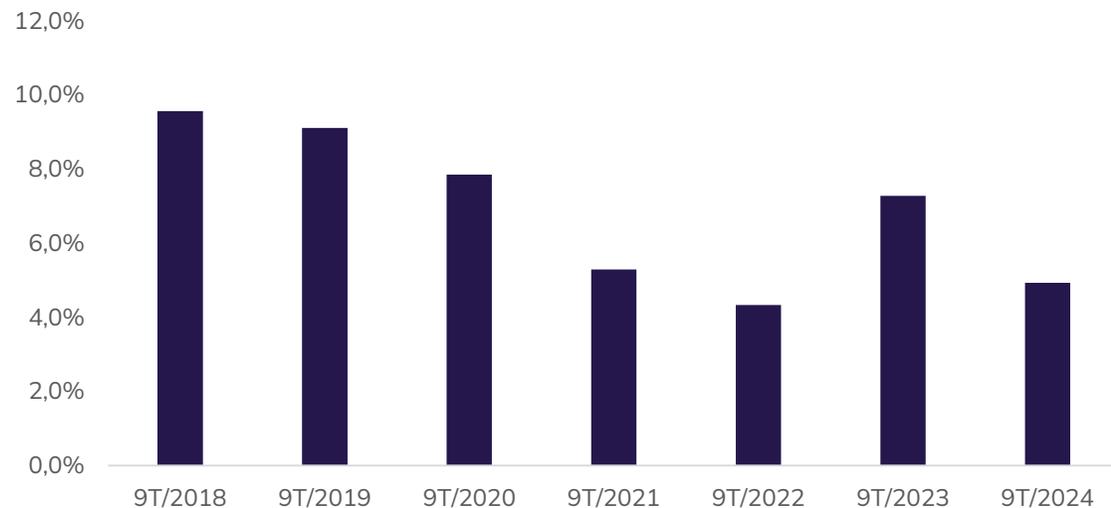
Giá trị TPDN các NHTM đang nắm giữ (tỷ đồng)



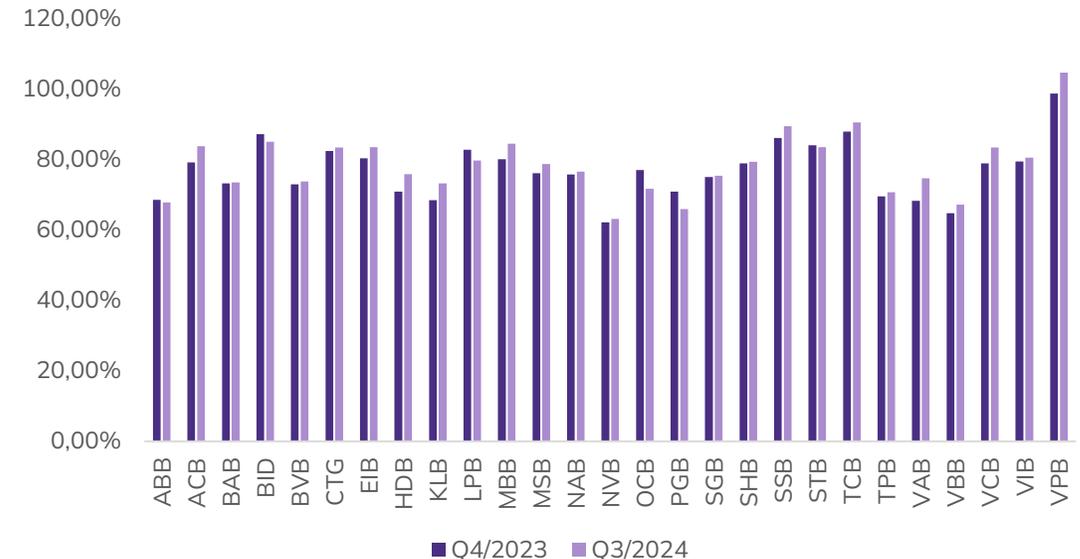
Thanh khoản ngân hàng đang chịu áp lực trong những tháng cuối năm. Dự báo mặt bằng lãi suất huy động tăng thêm 50-100 bps trong 2025:

- Trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng huy động vốn của các tổ chức tín dụng (TCTD) tại Việt Nam đạt mức 4,9% so với cuối năm 2023, thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ năm trước và so với tăng trưởng tín dụng. Trong đó, huy động từ dân cư và tổ chức kinh tế lần lượt là 6,5% và 3,4%. Nguyên nhân chính tăng trưởng huy động thấp là do lãi suất huy động giữ ở vùng thấp trong hầu hết năm 2024 khiến dòng tiền đi tìm kiếm các kênh đầu tư có lợi suất cao hơn như vàng, bất động sản và chứng khoán.
- Thời gian qua, nhiều ngân hàng đã gia tăng cho vay ở kỳ hạn dài khiến tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tăng cao, đồng thời tỷ lệ LDR của nhiều ngân hàng tăng lên so với đầu năm.
- Lãi suất huy động đã đồng loạt tăng trong 2 tháng cuối năm. Mặt bằng lãi suất đã tăng 15-30 bps so với đầu năm.
- Sang năm 2025, Tổng thống Donald Trump tái đắc cử thi hành các chính sách áp thuế lên các mặt hàng xuất khẩu khiến FED phải giữ mức lãi suất cao lâu hơn dự kiến, trong khi các quốc gia EU, Anh tiếp tục nới lỏng “mạnh tay”, từ đó tác động khiến tỷ giá và lãi suất liên ngân hàng chịu áp lực tăng, gây áp lực thanh khoản lên những ngân hàng phụ thuộc nhiều thị trường liên ngân hàng.

**Tăng trưởng huy động (YTD)**



**LDR các ngân hàng**



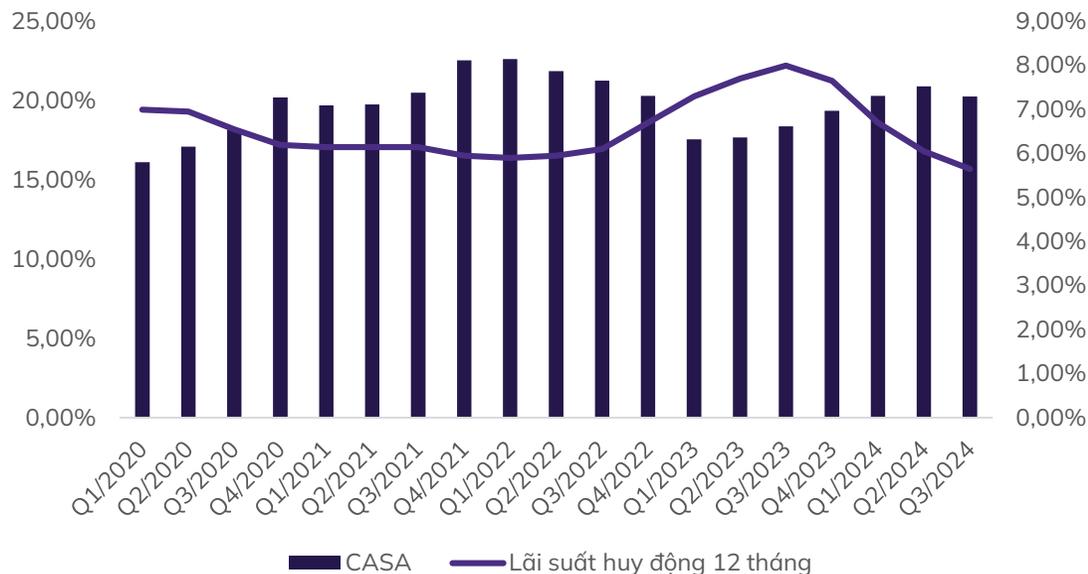
## ➤ KỶ VỌNG CASA PHỤC HỒI

Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) Q3/2024 sụt giảm nhẹ so với Q2/2024 với mức trung bình toàn ngành đạt 20,2%. Tuy nhiên, tỷ lệ CASA đã tăng mạnh so với thời điểm Q1/2023 (ở mức 17,5%) nhờ môi trường lãi suất thấp và nền kinh tế phục hồi.

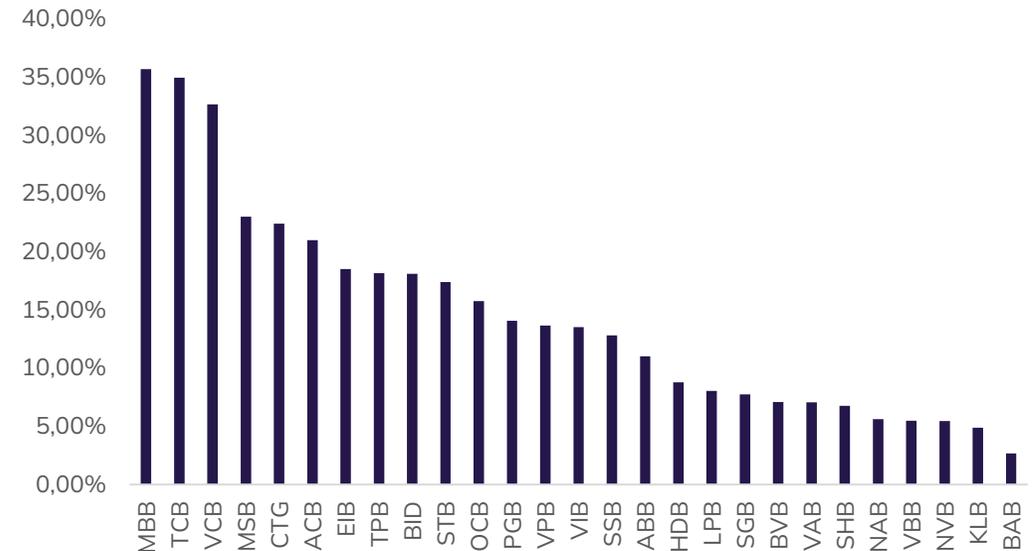
Chúng tôi cho rằng CASA trong 2025 tiếp tục được cải thiện và tiếp cận được vùng đỉnh cũ năm 2022 vì các lý do sau đây:

- Môi trường lãi suất thấp tiếp tục được duy trì.
- Nhiều ngân hàng tiếp tục đầu tư mạnh vào công nghệ số và cải thiện trải nghiệm người dùng.
- Chính phủ và NHNN đã triển khai nhiều chính sách khuyến khích thanh toán không dùng tiền mặt. Bên cạnh đó, sự bùng nổ của thương mại điện tử và các nền tảng fintech hỗ trợ khách hàng thường xuyên duy trì tiền trong tài khoản thanh toán để phục vụ các giao dịch hàng ngày.
- Nền kinh tế năm 2025 kỳ vọng được phục hồi mạnh mẽ từ đó các kênh đầu tư như chứng khoán và bất động sản làm tăng lượng tiền trong tài khoản thanh toán để linh hoạt thực hiện giao dịch.

CASA toàn ngành

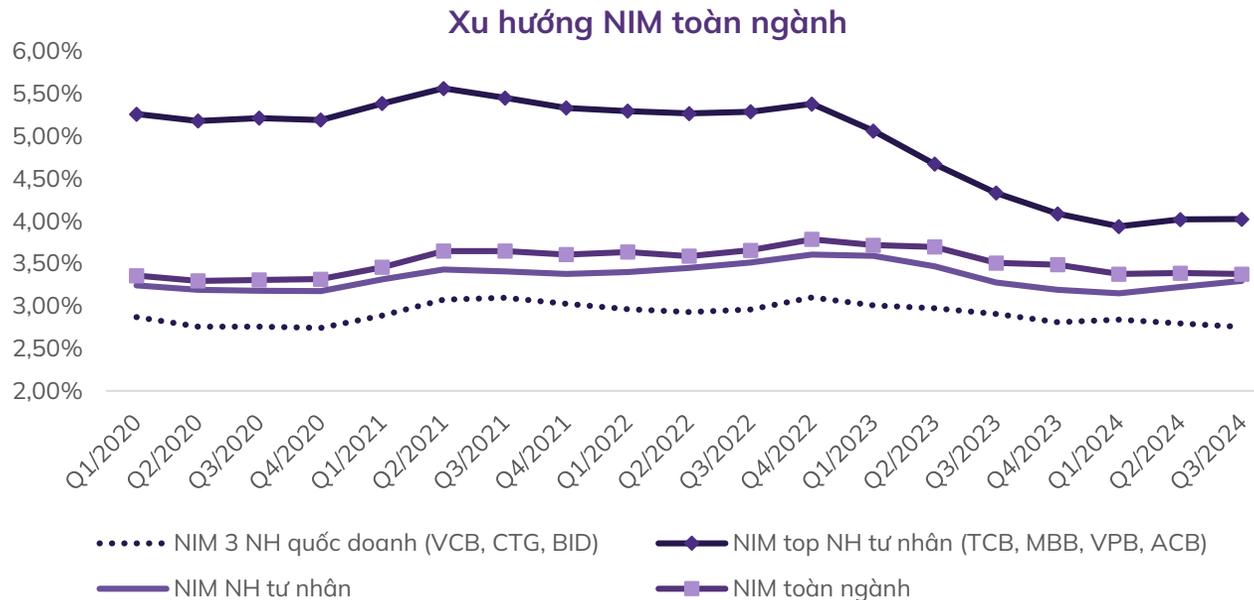


CASA của các ngân hàng niêm yết



# ➤ NIM PHỤC HỒI TRONG SỰ PHÂN HÓA NỬA CUỐI NĂM 2025

- Trong Q3/2024, NIM sụt giảm 1 bps so với Q2 xuống mức 3,38% và giảm 13 bps so với cùng kỳ năm 2023, do lãi suất cho vay giảm nhanh hơn lãi suất huy động để hỗ trợ nền kinh tế. Tính trong 3 quý năm 2024, NIM của toàn ngành ngân hàng gần như đi ngang.
- **Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NIM hồi phục nhẹ.** Cụ thể, NIM dự kiến tiếp tục duy trì ở vùng này và hồi phục vào nửa cuối năm được hỗ trợ bởi các yếu tố:
  - Nền kinh tế và thị trường bất động sản hồi phục giúp đẩy mạnh nhu cầu tín dụng. Trong khi đó, gói và chính sách hỗ trợ lãi suất sẽ thu hẹp khi nền kinh tế hồi phục.
  - Chất lượng tài sản được cải thiện khi các ngân hàng tập trung vào quản lý rủi ro tín dụng hiệu quả, giảm tỷ lệ nợ xấu, từ đó tăng tỷ lệ nợ nhóm 1 trong tổng tín dụng.
- **Có sự phân hóa mạnh về NIM:** các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, khả năng tăng trưởng tín dụng tốt và duy trì được chi phí vốn ở mức thấp sẽ có tỷ lệ NIM cải thiện vượt trội so với ngành.



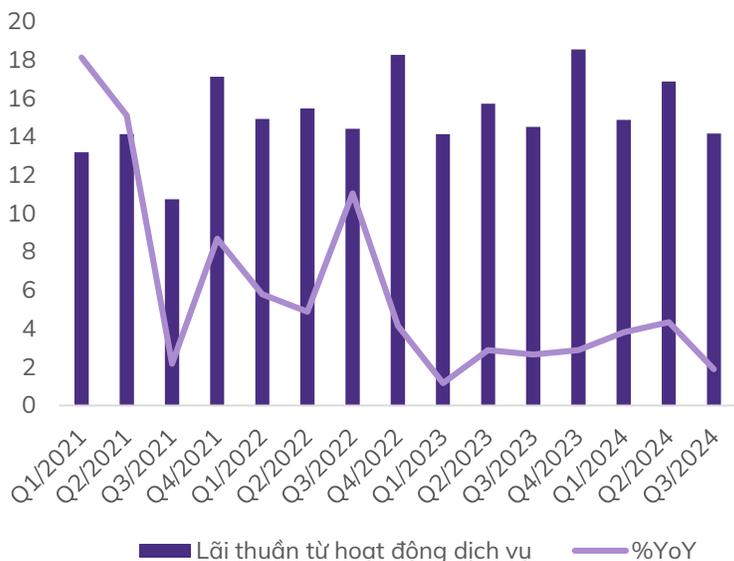
Tỷ lệ NIM các ngân hàng Q3/2024

Ngân hàng	NIM Q3/2024	QoQ (bps)	YoY (bps)
SHB	2,96%	-33	-58
VIB	3,89%	-22	-83
MSB	3,48%	-21	-63
MBB	4,16%	-19	-107
OCB	3,33%	-12	-44
BID	2,40%	-10	-26
TPB	4,04%	-9	46
ACB	3,69%	-8	-45
VCB	2,95%	-2	-24
ABB	1,88%	-1	-47
TCB	4,25%	-1	14
CTG	2,92%	0	4
BVB	2,31%	5	42
LPB	3,44%	8	25
PGB	2,71%	8	-7
SGB	2,95%	9	-41
STB	3,57%	14	-24
BAB	2,18%	18	28
NAB	3,76%	18	67
EIB	2,86%	22	29
HDB	5,42%	22	75
VAB	2,30%	23	61
VPB	5,82%	23	17
VBB	2,04%	28	47
NVB	0,89%	29	-45
SSB	3,68%	30	70
KLB	3,58%	43	94
<b>Toàn ngành</b>	<b>3,38%</b>	<b>-1</b>	<b>-12</b>

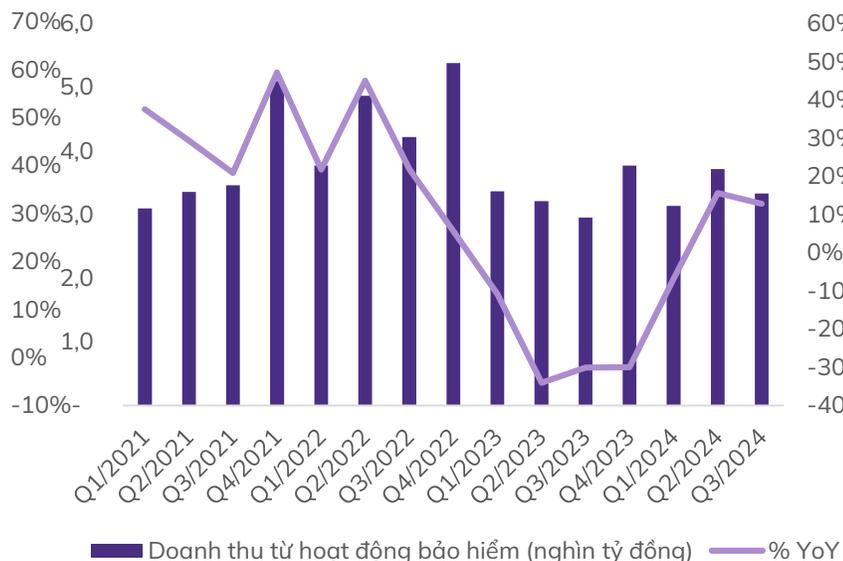
# THU NHẬP NGOÀI LÃI DỰ BÁO HỒI PHỤC NHẸ (1/2)

- **Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ trong Q3/2024 đạt 14 nghìn tỷ (-2,4% YoY), nhưng 9 tháng đầu năm tăng trưởng 3,5% YoY.** Trong đó:
  - Doanh thu hoạt động thanh toán sụt giảm mạnh 19,7% YoY trong bối cảnh kinh tế vẫn phục hồi chậm, người dân và doanh nghiệp giảm chi tiêu, dẫn đến giảm khối lượng giao dịch thanh toán và chi tiêu qua thẻ. Bên cạnh đó, các ứng dụng thanh toán điện tử (VNPay, ZaloPay,...) đang đẩy mạnh hoạt động khiến lĩnh vực này ngày càng cạnh tranh hơn.
  - **Q2/2024 đánh dấu doanh thu hoạt động bảo hiểm tăng trưởng dương sau 5 quý liên tiếp tăng trưởng âm, đà tăng trưởng tiếp diễn sang Q3/2024 (+12,8% YoY),** cho thấy niềm tin của khách hàng đối với các sản phẩm bảo hiểm hồi phục. Ngoài ra một số ngân hàng thay đổi chiến lược tiếp cận khách hàng, tập trung bán chéo sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ có kỳ hạn ngắn hơn, chi phí thấp hơn mà vẫn phục vụ được nhu cầu của khách hàng.
- **Chúng tôi kỳ vọng sang 2025 doanh thu phí từ hoạt động dịch vụ phục hồi chậm, cụ thể** (i) Nhu cầu các dịch vụ liên quan đến bảo lãnh, thanh toán quốc tế gia tăng do các hoạt động xuất khẩu của Việt Nam dự báo tăng trưởng mạnh, (ii) Thị trường TPDN khởi sắc trở lại giúp cải thiện mảng phí dịch vụ ngân hàng đầu tư (iii) Các NHTM đẩy mạnh phân phối sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ khi tín dụng doanh nghiệp phục hồi, trong bối cảnh Thông tư 34 của NHNN có quy định các ngân hàng không được bán chéo sản phẩm bảo hiểm nhân thọ cùng với tín dụng.

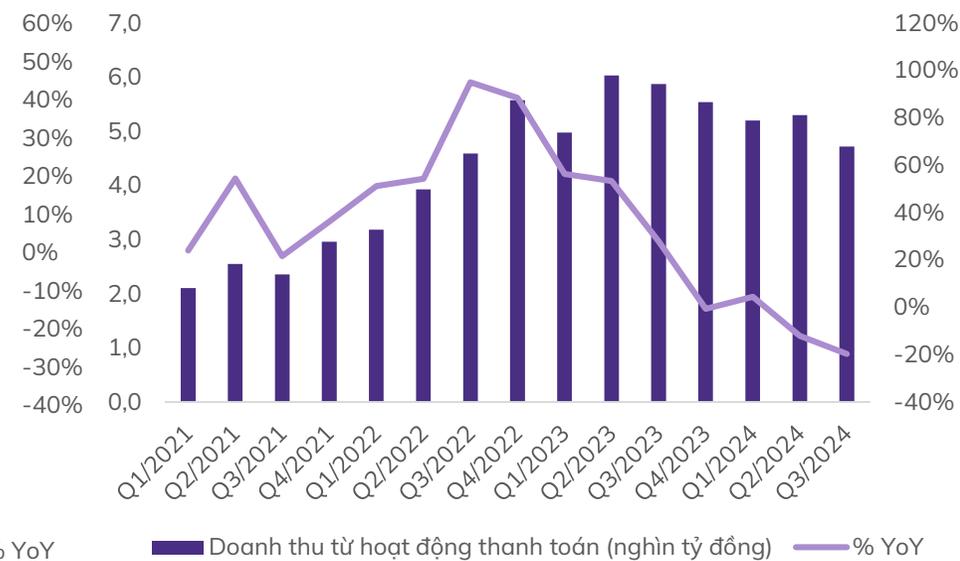
**Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ toàn ngành**



**Doanh thu từ hoạt động bảo hiểm 14 NHNY**

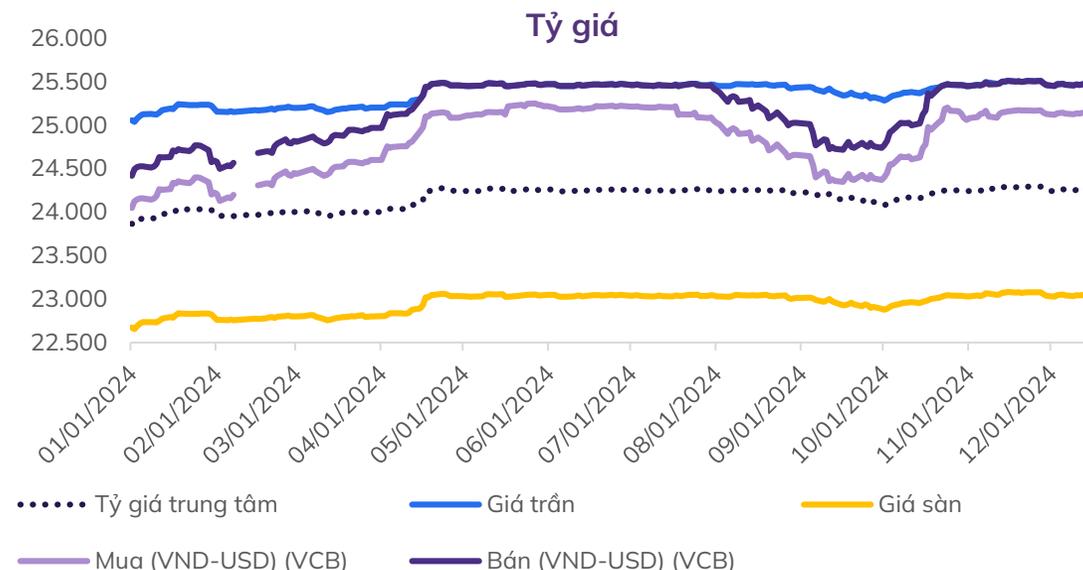
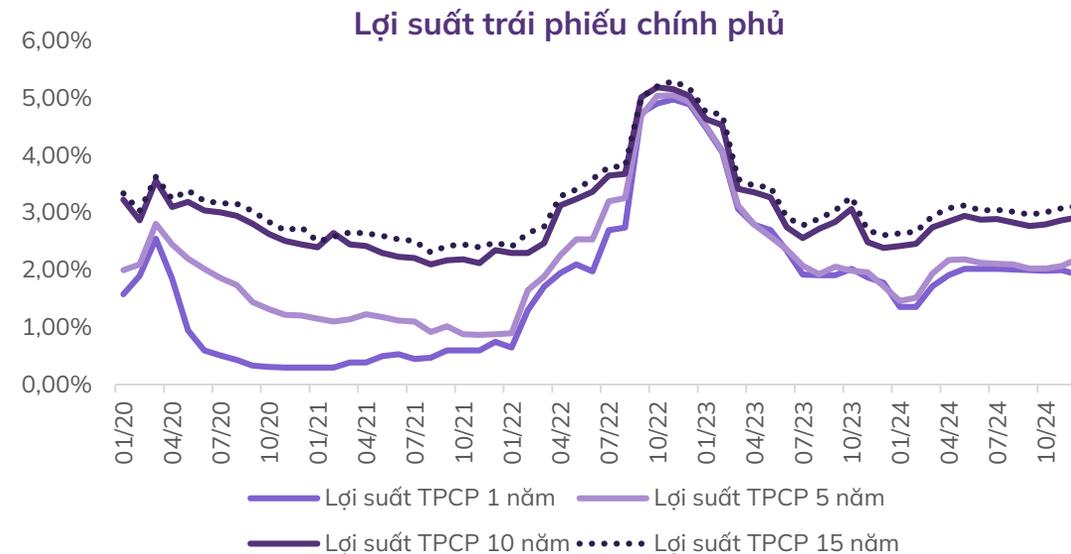
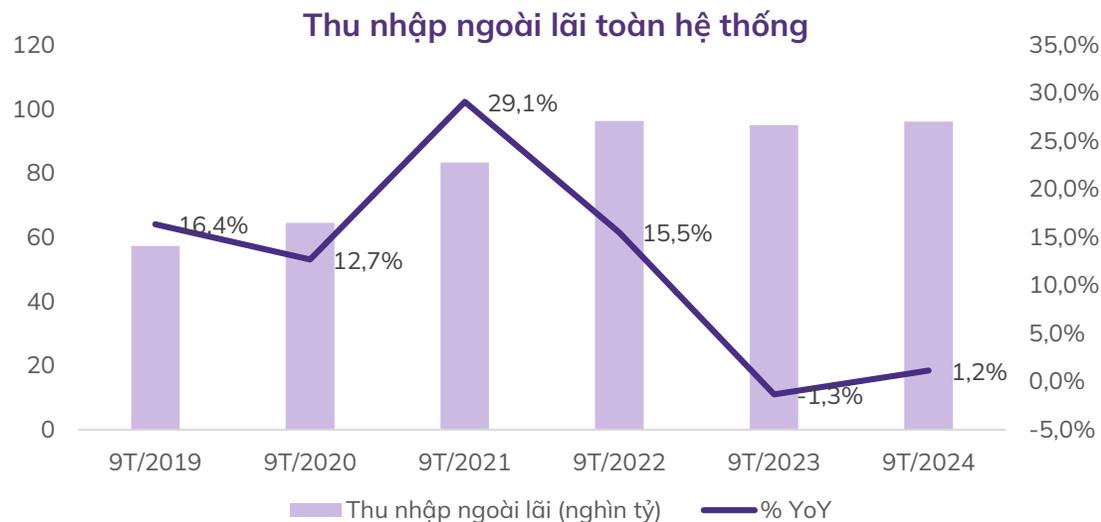


**Doanh thu từ hoạt động thanh toán 14 NHNY**



## THU NHẬP NGOÀI LÃI DỰ BÁO HỒI PHỤC NHẸ (2/2)

- Thu nhập ngoài lãi (loại trừ thu nhập phí thuần) toàn ngành 9T/2024 tăng trưởng nhẹ 1,2% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó:
  - Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối giảm mạnh do tỷ giá liên tục chạm trần trong nhiều tháng năm 2024 khiến lợi nhuận từ hoạt động này sụt giảm mạnh. **Chúng tôi kỳ vọng thu nhập này cải thiện trong 2025 từ nền thấp 2024** với việc Fed tiếp tục cắt giảm lãi suất trong năm 2025 khiến chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng thu hẹp lại và tỷ giá bớt chịu áp lực hơn.
  - Hoạt động đầu tư TPCP thiết lập đỉnh lợi nhuận vào năm 2023 khi lãi suất TPCP giảm mạnh từ đó tạo ra một mặt bằng lợi nhuận cao. Sang năm 2024, nhiều ngân hàng tăng trưởng lợi nhuận âm trong mảng này với lãi suất TPCP chính phủ tăng nhẹ lên từ vùng đáy. **Chúng tôi dự kiến sang năm 2025 lợi nhuận mảng này tiếp tục đi ngang.**



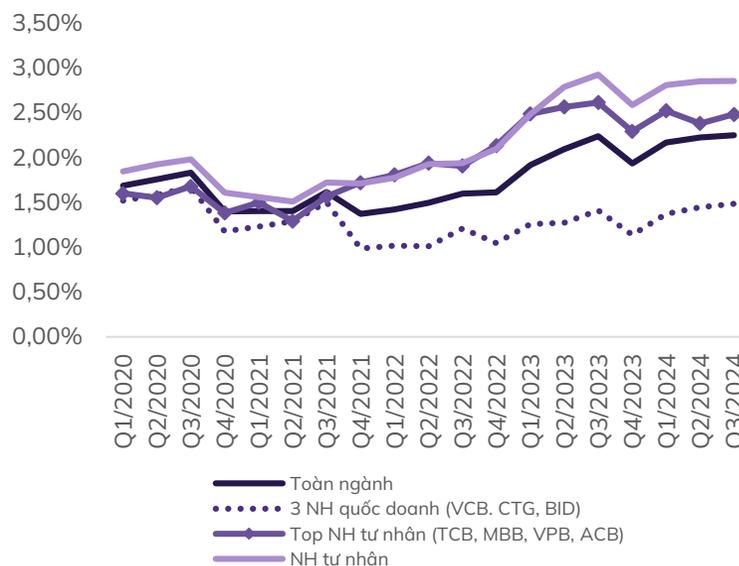
## ➤ NỢ XẤU DỰ BÁO CẢI THIỆN...

- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) toàn ngành tăng nhẹ 2 bps QoQ lên mức 2,25% trong Q3/2024. Nguyên nhân nợ xấu tiếp tục gia tăng là do thị trường bất động sản còn gặp nhiều khó khăn, ảnh hưởng tới khả năng trả nợ của chủ đầu tư và các cá nhân vay mua nhà.
- Các ngân hàng tập trung vào cho vay bán lẻ và SME (VIB, TPB, OCB) có nợ xấu cao hơn trung bình ngành. Đặc biệt, MBB là ngân hàng có chất lượng tài sản xấu đi nhanh chóng, với tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1,64% trong quý 2 lên 2,23% trong Quý 3. Trong khi đó một số ngân hàng vẫn ghi nhận chất lượng tài sản duy trì ở mức tốt như VCB, ACB, TCB, và CTG.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 13,3 điểm % từ 96% cuối năm 2023 xuống còn 83% vào cuối Q3/2024, chỉ ngang bằng mức thấp năm 2020. Có 19 trong tổng số 27 ngân hàng niêm yết giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu so với đầu năm. Một phần do các ngân hàng đã chủ động trích lập dự phòng xóa nợ xấu cho các khoản nợ tiềm ẩn rủi ro, bao gồm cả nợ được tái cơ cấu theo Thông tư 02.

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2



Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành



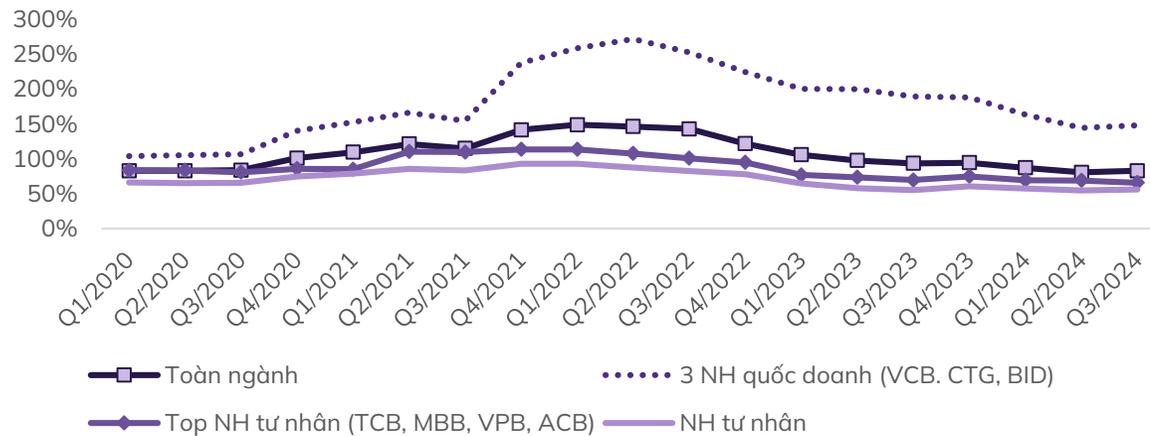
Bảng: Tỷ lệ nợ xấu các ngân hàng niêm yết

Ngân hàng	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
ABB	3.51%	2.91%	3.92%	3.55%	3.20%
ACB	1.20%	1.21%	1.45%	1.48%	1.49%
BAB	0.77%	0.92%	1.11%	1.48%	1.33%
BID	1.60%	1.26%	1.51%	1.52%	1.71%
BVB	3.56%	3.31%	3.91%	3.77%	4.65%
CTG	1.37%	1.13%	1.35%	1.57%	1.45%
EIB	2.64%	2.65%	2.86%	2.64%	2.71%
HDB	2.26%	1.79%	2.24%	2.10%	1.90%
KLB	2.14%	1.93%	2.46%	1.98%	1.94%
LPB	2.79%	1.34%	1.39%	1.73%	1.96%
MBB	1.89%	1.60%	2.49%	1.64%	2.23%
MSB	2.94%	2.87%	3.18%	3.08%	2.88%
NAB	2.84%	2.11%	2.66%	2.57%	2.85%
NVB	26.33%	29.76%	28.98%	35.28%	30.61%
OCB	3.74%	2.65%	2.87%	3.12%	3.19%
PGB	2.61%	2.56%	2.93%	3.53%	3.19%
SGB	2.23%	2.03%	2.38%	2.55%	2.85%
SHB	3.21%	3.02%	3.02%	3.02%	3.09%
SSB	1.87%	1.94%	1.96%	1.91%	1.87%
STB	2.20%	2.28%	2.28%	2.43%	2.47%
TCB	1.36%	1.16%	1.13%	1.23%	1.29%
TPB	2.97%	2.05%	2.23%	2.06%	2.29%
VAB	1.69%	1.59%	2.35%	2.54%	1.70%
VBB	4.06%	2.56%	3.10%	3.43%	3.30%
VCB	1.21%	0.98%	1.22%	1.20%	1.22%
VIB	3.68%	3.14%	3.60%	3.66%	3.85%
VPB	5.74%	5.02%	4.84%	5.08%	4.81%
<b>Toàn ngành</b>	<b>2.24%</b>	<b>1.93%</b>	<b>2.17%</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.25%</b>

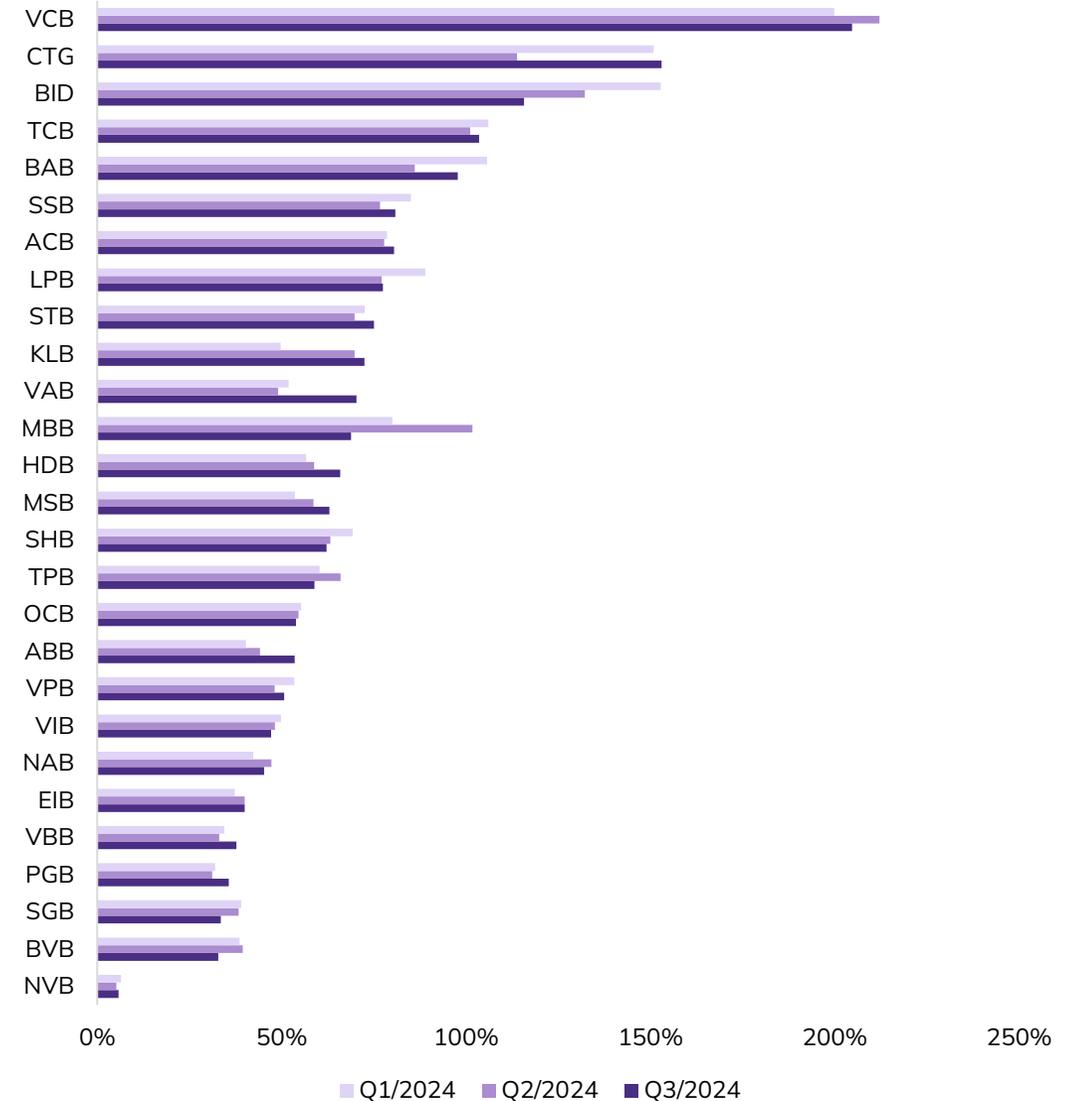
## ...TRONG KHI BỘ ĐỆM DỰ PHÒNG VẪN Ở MỨC THẤP

- Có sự phân hóa rõ rệt giữa các ngân hàng. Nhóm ngân hàng quốc doanh có tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt hơn nhóm NHTM tư nhân. Các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, duy trì tỷ lệ bao phủ trên 100% là **VCB, CTG, BID, TCB**. Trong khi đó, các ngân hàng như TPB, VIB, MBB có sự sụt giảm mạnh trong tỷ lệ bao phủ nợ xấu do nợ xấu tăng mạnh.
- **Dự báo:** Các khoản nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 dự kiến sẽ hết thời gian hỗ trợ vào cuối năm 2024. Khi đó, một phần nợ tái cơ cấu có nguy cơ chuyển thành nợ xấu, gây áp lực tăng tỷ lệ nợ xấu và tiếp tục giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu, nhất là ở các ngân hàng tư nhân nhỏ.
- Trong khi đó nợ xấu có thể cải thiện hơn tại các ngân hàng lớn nhờ (i) Nợ nhóm 2 tiếp tục được cải thiện, giảm 4 quý liên tiếp, cho thấy áp lực nợ xấu hình thành trong các quý sau đã giảm bớt (ii) Các lĩnh vực có tỷ lệ cao trong tổng tín dụng toàn ngành như bất động sản, sản xuất công nghiệp... dần được cải thiện, có thể giúp giảm nợ xấu tại các ngân hàng có tỷ trọng cho vay cao ở những ngành này.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn ngành



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tại các ngân hàng

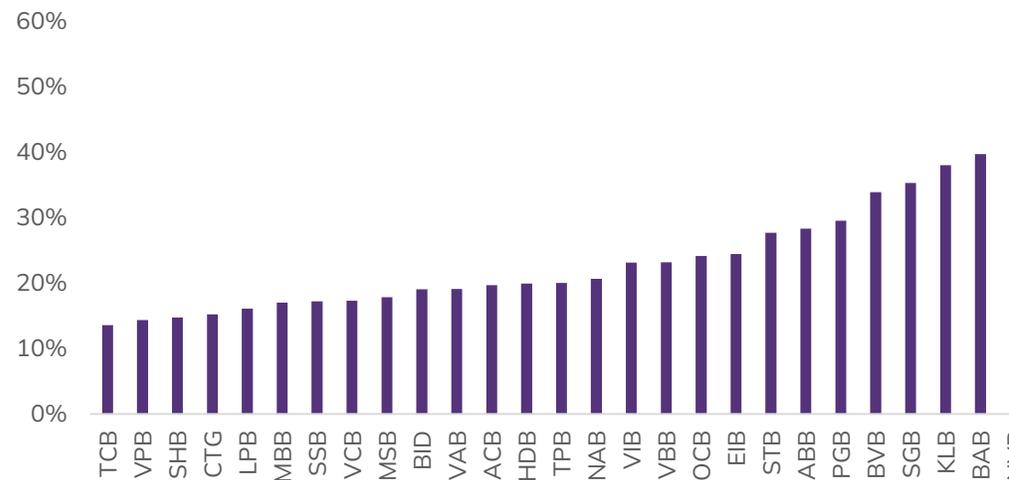


# NGÂN HÀNG TIẾP TỤC TỐI ƯU HÓA CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG

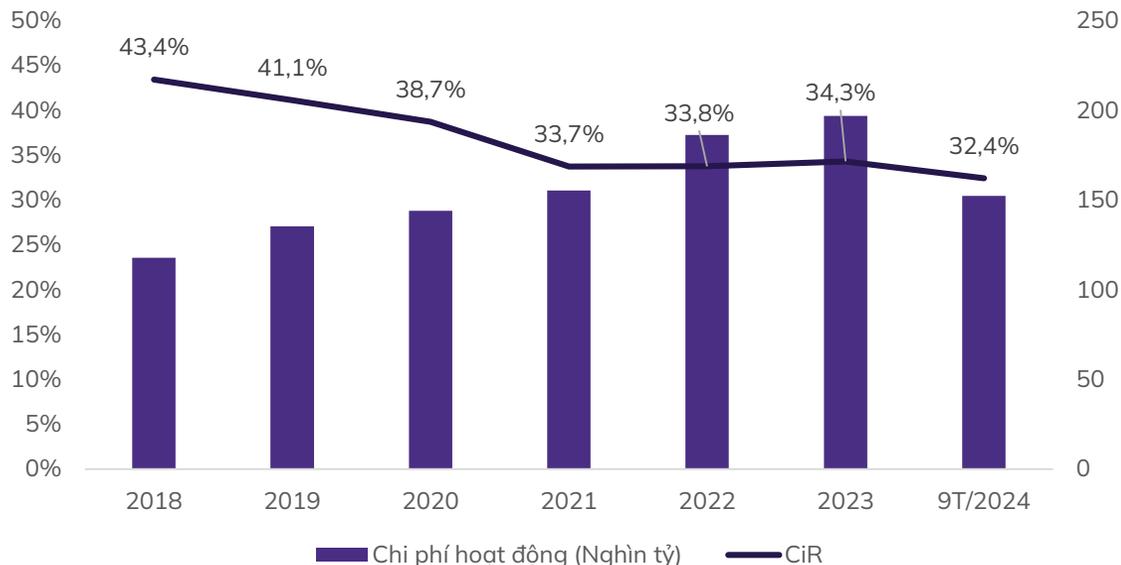
## CIR đang dần được cải thiện:

- Tỷ lệ CIR toàn ngành ngân hàng đang giảm dần qua các năm nhờ việc tận dụng lợi thế kinh tế theo quy mô (Economies of Scale) với tỷ lệ Chi phí nhân viên/Thu nhập hoạt động khá thấp ở các ngân hàng lớn. **Chúng tôi kỳ vọng CIR trong 2025 tiếp tục duy trì ở mức 32%.**
- Các ngân hàng sử dụng công nghệ để tự động hóa các quy trình như xử lý giao dịch, quản lý dữ liệu và dịch vụ khách hàng. Ngoài ra, ngân hàng tiếp tục phát triển các ứng dụng ngân hàng số và dịch vụ trực tuyến giúp giảm chi phí duy trì chi nhánh truyền thống và nhân viên, từ đó giữ CIR ở mức thấp. Nổi bật trong số đó phải kể đến như TCB, VPB, MBB, TPB.

## Chi phí nhân viên/Thu nhập hoạt động các ngân hàng



## CIR toàn ngành



## CIR 9T/2024 các ngân hàng



## ➤ TĂNG VỐN VÀ CÁC THƯƠNG VỤ M&A ĐẶC BIỆT

### ➤ Các NHTM nỗ lực tăng vốn

- Vào năm 2024, một số NHTM (ACB, MBB, TCB,...) tiếp tục tăng vốn để củng cố vị thế tài chính của mình. Các NHTM có vốn nhà nước (SOCB) đang ngày càng thụ lùi trong cuộc đua tăng vốn do sự chậm chễ trong quá trình phê duyệt khi phải qua nhiều vòng. Điều này ảnh hưởng không nhỏ tới các ngân hàng quốc doanh như: đảm bảo CAR, hạn chế tăng trưởng tín dụng và sụt giảm lợi nhuận.
- M&A đặc biệt:** Giữa tháng 10/2024, Ngân hàng Xây dựng Việt Nam (CB) và Ngân hàng Đại Dương (Ocean Bank) chính thức được chuyển giao bắt buộc cho Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) và Ngân hàng TMCP Quân đội (MB). Đây là lần đầu tiên, hình thức M&A đặc biệt này diễn ra tại Việt Nam nhờ luật Các tổ chức tín dụng đã quy định rõ ràng về hình thức chuyển giao bắt buộc, có hiệu lực vào ngày 1/7/2024.

### ➤ Triển vọng tăng vốn tích cực trong 2025

- Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng tăng vốn của các ngân hàng dần sôi động trở lại. Một số ngân hàng đang lên kế hoạch tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài nhằm bổ sung vốn. Trong số đó đặc biệt phải kể tới TCB với việc ngân hàng đang cân nhắc bán 10 - 15% cổ phần cho nhà đầu tư ngoại. Các NHTM có vốn nhà nước như VCB và BIDV cũng đang lên kế hoạch hoàn thành phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài ngay từ đầu năm. Ngoài ra, nhiều ngân hàng đang có tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài ở mức rất thấp (EIB, LPB, NCB,...) nên còn nhiều dư địa cho việc tăng vốn thông qua chào bán cho cổ đông nước ngoài.
- Việc tăng vốn giúp đáp ứng nhu cầu tăng trưởng đồng thời bảo đảm chỉ tiêu an toàn vốn, giúp nâng cao uy tín và cải thiện năng lực cạnh tranh tại Việt Nam và trên thị trường tài chính quốc tế.

### Hoạt động tăng vốn của một số ngân hàng trong năm 2024

Mã CK	Vốn điều lệ tại ngày 31/12/2023 (tỷ đồng)	Vốn sau khi hoàn thành phương án (tỷ đồng)	Hình thức tăng vốn
ACB	38.841	44.667	Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức tỷ lệ 15% (hoàn thành)
MBB	52.141	61.643	Chào bán cổ phiếu riêng lẻ, phát hành ESOP (hoàn thành) Phát phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 15% (chưa hoàn thành)
VIB	25.368	29.791	Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu và ESOP (hoàn thành)
TCB	35.225	70.450	Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 100% và ESOP (hoàn thành)
PGB	3.000	4.200	Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 40% (hoàn thành)
CTG	53.700	74.200	Trả cổ tức bằng cổ phiếu (chưa hoàn thành)
VCB	55.891	83.557	Trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ chỉ trả 49,5% (chưa hoàn thành)
BID	57.004	6.975	Phát phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 21% (chưa hoàn thành)
LPB	25.576	29.873	Phát phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 16,8% (chưa hoàn thành)

Nguồn: ABS Research tổng hợp

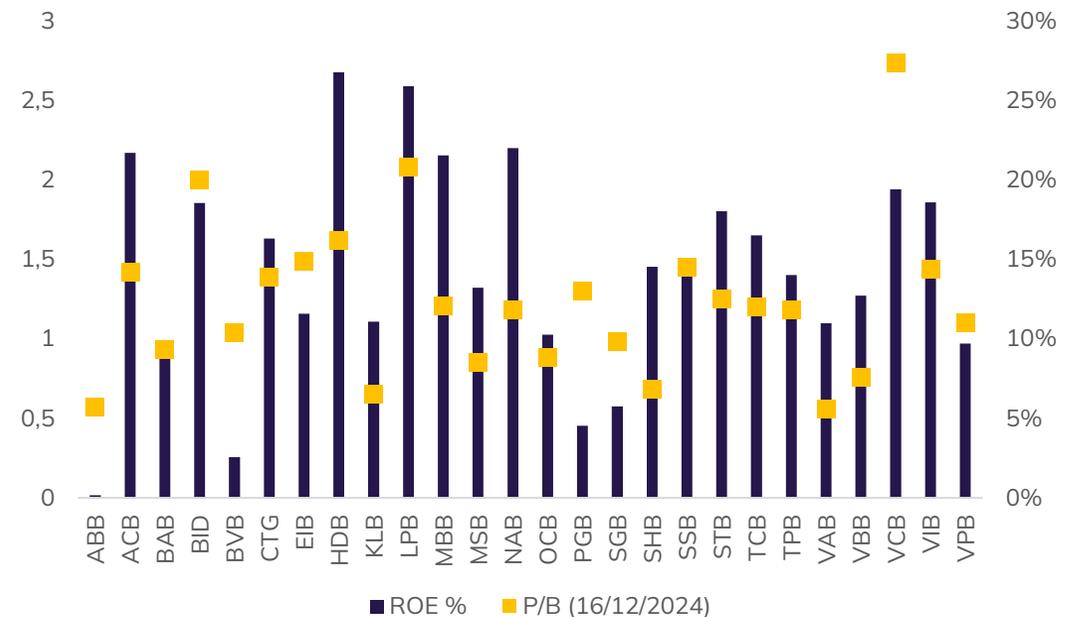
## ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN TRONG DÀI HẠN

- Trong năm 2025 ngành ngân hàng dự báo sẽ dần hồi phục nhờ nền kinh tế khởi sắc, các yếu tố hỗ trợ liên quan tới thị trường bất động sản và mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì giúp kích cầu tiêu dùng.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của toàn ngành sẽ ở mức 10% so với năm 2024, có sự phân hóa tăng trưởng lợi nhuận giữa các ngân hàng. Điểm nhấn của ngành sẽ tới từ nhóm ngân hàng quốc doanh và một số ngân hàng thương mại top đầu có triển vọng NIM và chất lượng tài sản sản tốt hơn trung bình ngành.
- P/B ngành ngân hàng đang ở mức 1,51x tại ngày 16/12/2024, thấp hơn nhiều với mức trung bình 5 năm là 1,7x. Với triển vọng chất lượng tài sản và lợi nhuận được cải thiện đáng kể trong năm 2025, chúng tôi vẫn đánh giá ngành ngân hàng có thể có mức định giá tốt hơn trong tương lai. Tuy nhiên, trong ngắn hạn các cổ phiếu có thể sẽ có nhịp điều chỉnh nếu kết quả kinh doanh Quý 4/2024 chưa thực sự khởi sắc. Đây sẽ là thời điểm thích hợp để mua vào những cổ phiếu tiềm năng (kết quả kinh doanh tốt, chất lượng tài sản được cải thiện, có kế hoạch tăng vốn) cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Các cổ phiếu được chúng tôi khuyến nghị bao gồm: **ACB, STB, BID, CTG**. Chúng tôi sử dụng phương pháp P/B để xác định giá mục tiêu.

P/B ngành ngân hàng



ROE và P/B một số ngân hàng



NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (ACB – HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024) 25.200 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 32.000 VNĐ (+26.9%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Kết quả kinh doanh 9T/2024 tăng trưởng nhẹ** với TOI đạt 24.9 nghìn tỷ đồng (+2,4% YoY) và LNTT đạt 15.3 nghìn tỷ đồng (+2.1% YoY). Động lực chính đến từ hoạt động tín dụng đạt gần 21 nghìn tỷ đồng (+11% YoY). Nhưng thu ngoài lãi giảm 26% do lãi từ hoạt động kinh doanh trái phiếu sụt giảm mạnh 87% YoY.
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ACB sang năm 2025 đạt khoảng 17 – 19%, cao hơn mức trung bình toàn ngành.** Gần đây, ACB được NHNN nâng hạn mức tín dụng lên khoảng 20%. Với chiến lược cho vay một cách thận trọng nhưng tín dụng vẫn tăng trưởng ấn tượng, riêng trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng tín dụng của ACB đạt 13.8% YTD, cao hơn mức tín dụng toàn ngành là 9%, động lực chủ yếu tới từ nhóm KHDN.
- ✓ **Chất lượng tài sản được duy trì ở mức ổn định** với tỷ lệ nợ xấu là 1.49%, tăng nhẹ 1bps so với quý trước. Có khả năng đã tạo đỉnh trong quý 3 khi nợ mới hình thành đã sụt giảm mạnh từ 0,14% trong Q2 xuống 0,03% trong Q3. Nhờ đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu có sự cải thiện khi tăng từ mức 77,8% lên 80,5%.
- ✓ **NIM kỳ vọng được cải thiện với NIM giảm nhẹ trong Q4.2024 khi chịu áp lực chung của toàn ngành ngân hàng và bắt đầu đà phục hồi trong nửa sau 2025.** Chi phí vốn duy trì mức thấp nhờ tỷ lệ CASA cải thiện và lãi suất cho vay phục hồi khi các chương trình hỗ trợ khách hàng ít hơn trong năm 2025 với triển vọng nền kinh tế hồi phục.
- ✓ Thu nhập ngoài lãi hồi phục được thúc đẩy bởi mảng thẻ trong khi mảng bancassurance và kinh doanh ngoại hối tiếp tục còn nhiều khó khăn.
- ✓ **ACB đã tăng vốn điều lệ 5.8 nghìn tỷ bằng hình thức phát hành cổ phiếu để trả cổ tức.** Việc tăng vốn này là cần thiết giúp nâng cao năng lực tài chính để thích ứng với những biến động của thị trường.

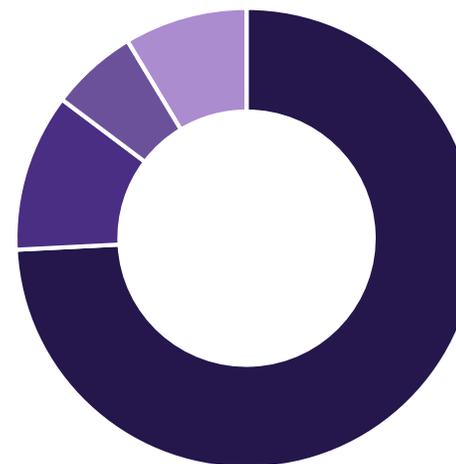
### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Nền kinh tế không phục hồi như kỳ vọng tác động tiêu cực đến tăng trưởng tín dụng và mảng kinh doanh ngoài lãi.

### Các chỉ tiêu kinh doanh chính

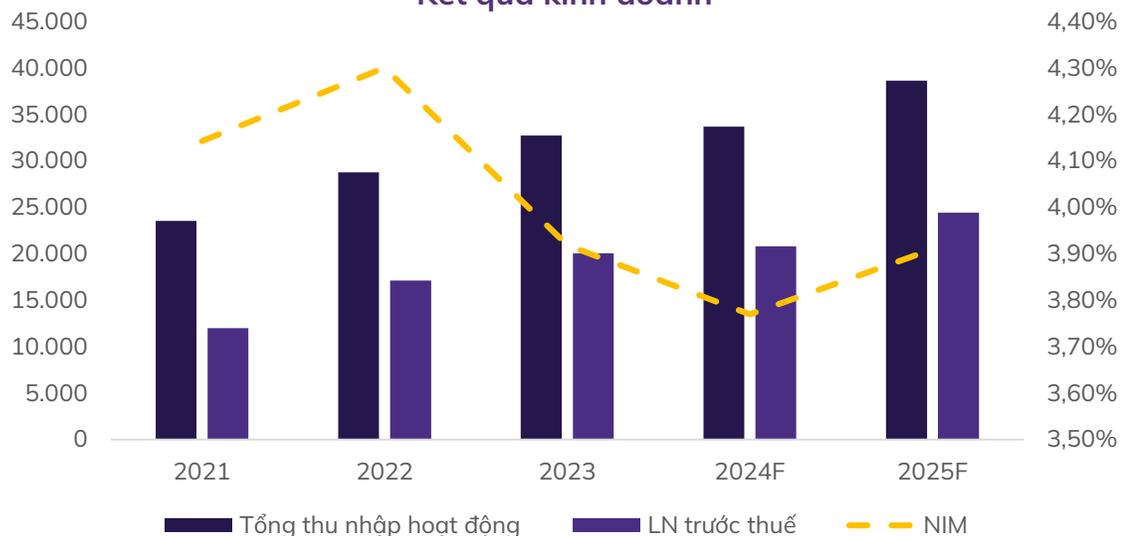
CHỈ TIÊU	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	32.747	33.704	38.649
%YoY	13,7%	2,9%	14,7%
NIM	3,90%	3,77%	3,91%
LN trước thuế	20.068	20.811	24.430
% YoY	17,2%	3,7%	17,4%
EPS (đ/cp)	4.131	3.725	4.373
BVPS (đ/cp)	18.269	18.555	22.709
NPL (%)	1,2%	1,4%	1,2%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	91%	84%	90%
ROA (%)	2,40%	2,21%	2,30%
ROE (%)	24,8%	21,6%	21,2%

### Cơ cấu tổng thu nhập

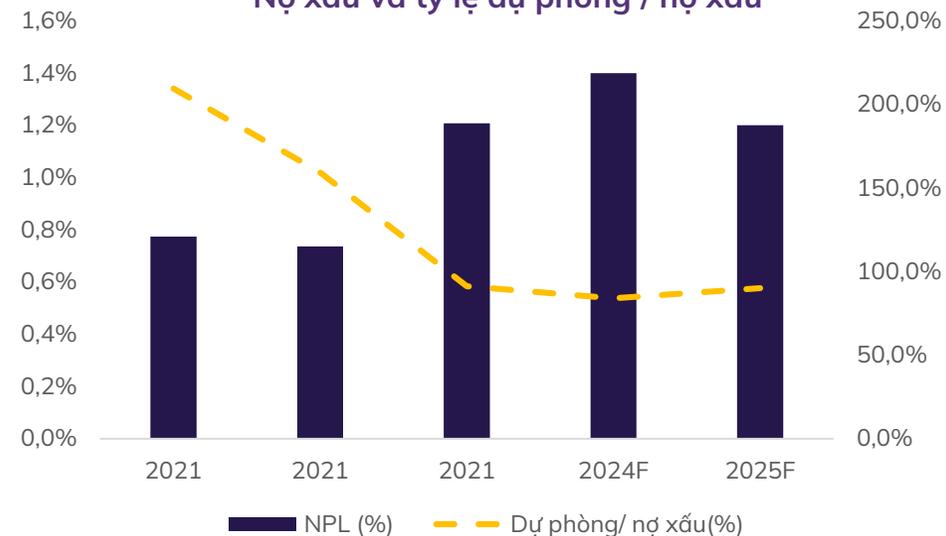


■ Tín dụng ■ Hoạt động dịch vụ ■ Kinh doanh ngoại hối ■ Khác

### Kết quả kinh doanh



### Nợ xấu và tỷ lệ dự phòng / nợ xấu



NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (STB – HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024) 33.300 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU : 40.500 VNĐ (+21,6%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Kết quả kinh doanh 9T/2024 khởi sắc** với TOI đạt 21,2 nghìn tỷ đồng (+9,3% YoY) và LNTT đạt 8.1 nghìn tỷ đồng (+18.3% YoY).
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong năm 2024-đầu 2025.** Nhờ đó, áp lực trích lập dự phòng từ năm 2024 trở đi sẽ giảm bớt đáng kể giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.
- ✓ **STB đã đấu giá thành công KCN Phong Phú và đã thu hồi được 20% tổng giá trị bán đấu giá.** STB sẽ tiếp tục nhận được 40% trong năm 2024 và 40% trong năm 2025. đây sẽ là khoản giúp STB ghi nhận hoàn nhập và cải thiện KQKD trong năm 2025 sau khi đã nhận được đầy đủ khoản thanh toán của bên mua tài sản.
- ✓ **Chất lượng tài sản khả quan:** Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 4 điểm phần trăm lên 2,47% tại cuối Q3/2024 và tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhẹ 0,02%. Điểm đáng chú ý là nợ xấu hình thành mới trong Q3 giảm mạnh xuống 637 tỷ đồng (-70% YoY). Hiện STB đang trong quá trình xử lý 32,5% vốn cổ phần, là tài sản đảm bảo cho nợ xấu của cựu ban lãnh đạo hiện đang do VAMC nắm giữ. Việc xử lý thành công số vốn này sẽ cải thiện chất lượng tài sản và tăng tính minh bạch giúp thúc đẩy tăng trưởng bền vững cho ngân hàng trong thời gian tới. Ngoài ra, chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh đạt 1.199 tỷ đồng, tăng 45% YoY. Nguyên nhân do nợ xấu tăng cao trong Q2/2024 và các khoản nợ xấu này chuyển nhóm nợ trong Q3/2024.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ **Chậm trễ trong quá trình xử lý nợ xấu** gây áp lực lên bộ đệm dự phòng trong năm tới.
- ✓ **CIR của STB tuy đã được cải thiện và giảm xuống mức 45,42%, nhưng vẫn cao hơn nhiều mức trung bình ngành, cho thấy ngân hàng vẫn chưa tối ưu trong việc quản lý chi phí.**

### Các chỉ tiêu kinh doanh chính

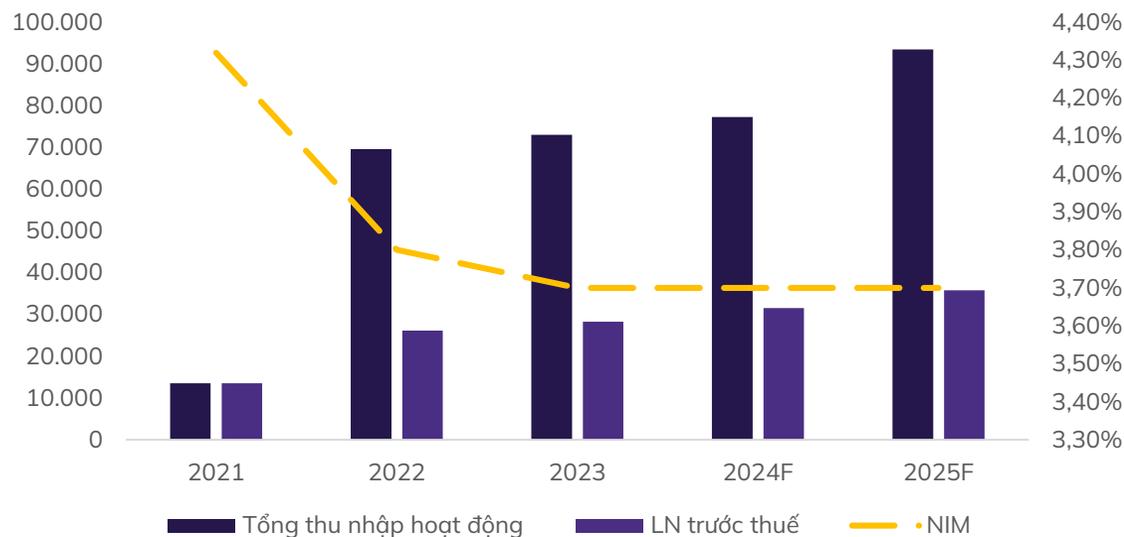
CHỈ TIÊU	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	26.173	31.577	35.800
%YoY	0%	12%	13%
NIM	3,80%	3,70%	3,70%
LN trước thuế	9.595	11.846	15.111
% YoY	51%	23%	28%
EPS (đ/cp)	4.094	4.997	6.374
BVPS (đ/cp)	24.259	33.363	39.482
NPL (%)	2,30%	2,20%	1,80%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	53%	77%	100%
ROA (%)	1,20%	1,20%	40%
ROE (%)	18,3%	16,1%	17,5%

### Cơ cấu tổng thu nhập

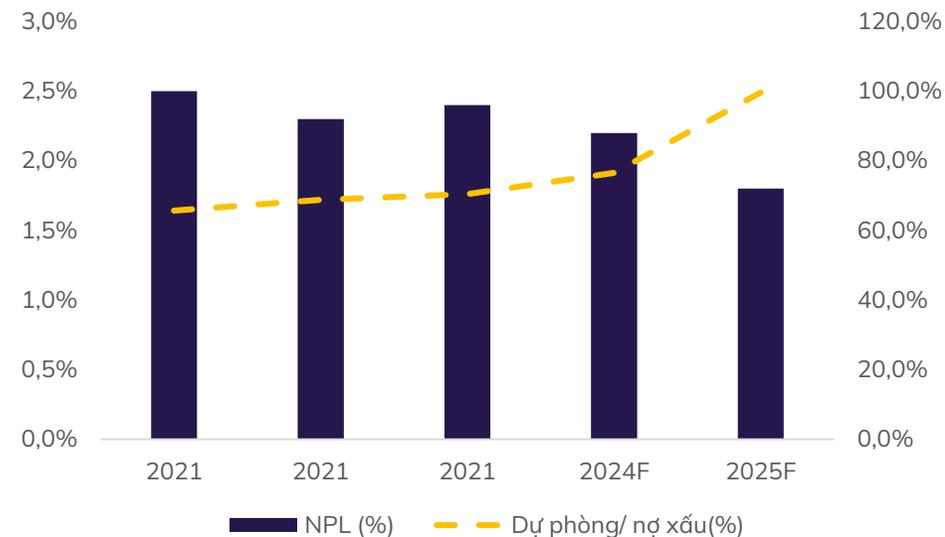


■ Tín dụng ■ Hoạt động dịch vụ ■ Kinh doanh ngoại hối ■ Khác

### Kết quả kinh doanh



### Nợ xấu và tỷ lệ dự phòng / nợ xấu



NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (BID – HOSE) – MUA  
GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024) 46.750 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 57.500 VNĐ (+22.9%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Kết quả kinh doanh 9T/2024 khởi sắc** với TOI đạt 21.2 nghìn tỷ đồng (+9,3% YoY) và LNTT đạt 8,1 nghìn tỷ đồng (+18,3% YoY).
- ✓ Tăng trưởng tín dụng 9T/2024 đạt 9,8% YTD, cao hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành đạt 9%. Tính theo quý, mức tăng tín dụng của BDI tăng thêm 3,7% so với quý trước, với tổng dư nợ đạt khoảng 1,9 triệu tỷ. Trong đó, cho vay SME và bán lẻ tăng lần lượt là 16,3% và 16,8%.
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng NIM BID đã chạm đáy và dần hồi phục.** Trong Q3/2024, NIM giảm 37 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước và 25 điểm phần trăm so với quý trước do BID có nhiều chính sách, gói ưu đãi cho vay, BID thuộc nhóm ngân hàng có lãi suất cho vay thấp nhất trên thị trường. Ngoài ra, nguồn tiền gửi lãi suất thấp từ KBNN giảm, huy động từ thị trường 1 và liên ngân hàng tăng lên đã khiến chi phí vốn tăng nhẹ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng tiếp tục giảm xuống 115,7% (đây là mức bao phủ nợ xấu thấp nhất trong 3 năm vừa qua) cho thấy chất lượng tài sản của ngân hàng tiếp tục suy yếu. Hiện tỷ lệ bao phủ nợ xấu của BID vẫn thuộc top đầu ngành tuy nhiên tỷ lệ nợ xấu tương đối cao so với trung bình ngành và cao nhất trong nhóm 3 ngân hàng quốc doanh niêm yết.
- ✓ **Kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 21% của BID hiện đang chờ phê duyệt và dự kiến sẽ hoàn tất vào đầu năm 2025.** Bên cạnh đó, thương vụ phát hành riêng lẻ với tỷ lệ 2,89% cũng được kỳ vọng sẽ hoàn thành trong quý I/2025.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Chậm trễ trong quá trình tăng vốn.
- ✓ Chất lượng tài sản không được cải thiện.

### Các chỉ tiêu kinh doanh chính

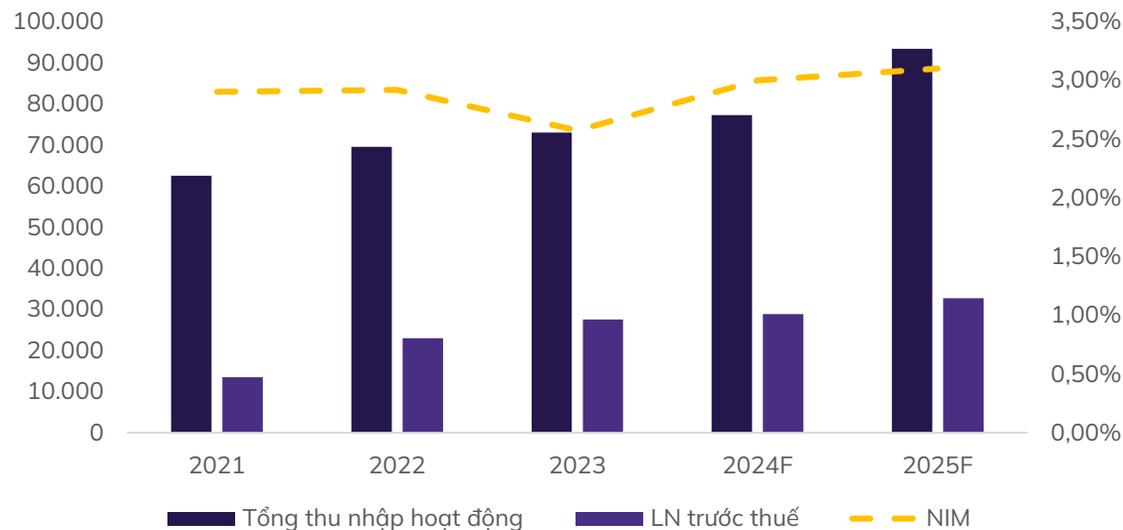
CHỈ TIÊU	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	73.013	77.285	93.425
%YoY	5%	6%	21%
NIM	2,60%	2,50%	2,70%
LN trước thuế	27.589	28.885	32.749
% YoY	20%	4.6%	13.3%
EPS (đ/cp)	3.773	3.963	4.509
BVPS (đ/cp)	21.554	23.417	25.625
NPL (%)	1,30%	1,90%	1,70%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	181%	93%	87%
ROA (%)	1,0%	0,9%	0,9%
ROE (%)	19,4%	18,0%	16,7%

### Cơ cấu tổng thu nhập

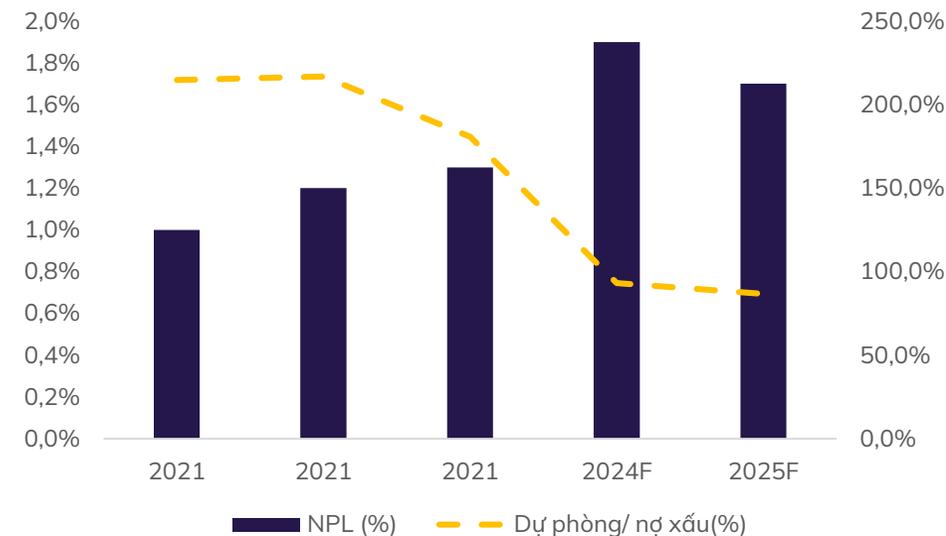


■ Tín dụng ■ Hoạt động dịch vụ ■ Kinh doanh ngoại hối ■ Khác

### Kết quả kinh doanh



### Nợ xấu và tỷ lệ dự phòng / nợ xấu



NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG – HOSE) – MUA  
GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024) 35.750 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 44.500 VNĐ (+24,4%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2024 vượt trội, với thu nhập hoạt động đạt 60.624 tỷ đồng (+16,2% YoY).** Động lực chính tới từ mức tăng trưởng 19,7% svck của hoạt động tín dụng với việc ghi nhận hơn 46 nghìn tỷ đồng thu nhập lãi thuần. Bên cạnh đó, với thu nhập ngoài lãi đạt 14.533 tỷ đồng (+6,3 YoY), CTG là một trong số ít ngân hàng đạt được tăng trưởng thu nhập ngoài lãi dương trong khi hầu hết các ngân hàng đều suy yếu nguồn thu nhập này.
- ✓ **Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của CTG được cải thiện và đạt mức 15% YTD trong năm 2025,** nhờ lợi thế chi phí vốn thấp và địa bàn hoạt động rộng lớn của một ngân hàng quốc doanh, CTG có khả năng cạnh tranh tệp khách hàng cả cá nhân và doanh nghiệp.
- ✓ **Chất lượng tài sản tốt** với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,45% trong Q3/2024 so với 1,57% quý trước. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng mạnh lên mức 153%, là mức bao phủ nợ xấu cao thứ 2 trong ngành ngân hàng, chỉ sau VCB.
- ✓ Biên lãi thuần NIM Q3/2024 giảm xuống 2,9% so với 2,96% quý trước nhưng vẫn cao hơn so với 2,87% của cùng kỳ năm 2023 do Vietinbank đang thực hiện các chương trình giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp và cá nhân chịu ảnh hưởng bởi bão Yagi. **Chúng tôi dự báo NIM của CTG được cải thiện dần trong 2025 khi nền kinh tế được hồi phục, từ đó giảm các gói ưu đãi hỗ trợ sản xuất và kinh doanh.**
- ✓ **Vốn điều lệ dự kiến được tăng lên mức 74.200 tỷ đồng sẽ giúp ngân hàng có thêm nguồn lực cải thiện cải thiện tỷ lệ an toàn vốn, mở rộng hoạt động kinh doanh.**

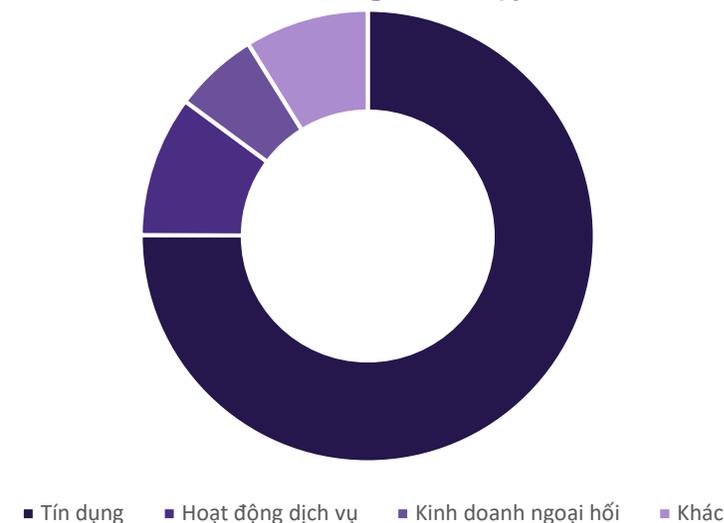
### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Nhu cầu đầu ra vẫn còn thấp do mức độ hấp thụ tín dụng của thị trường Việt Nam còn yếu.

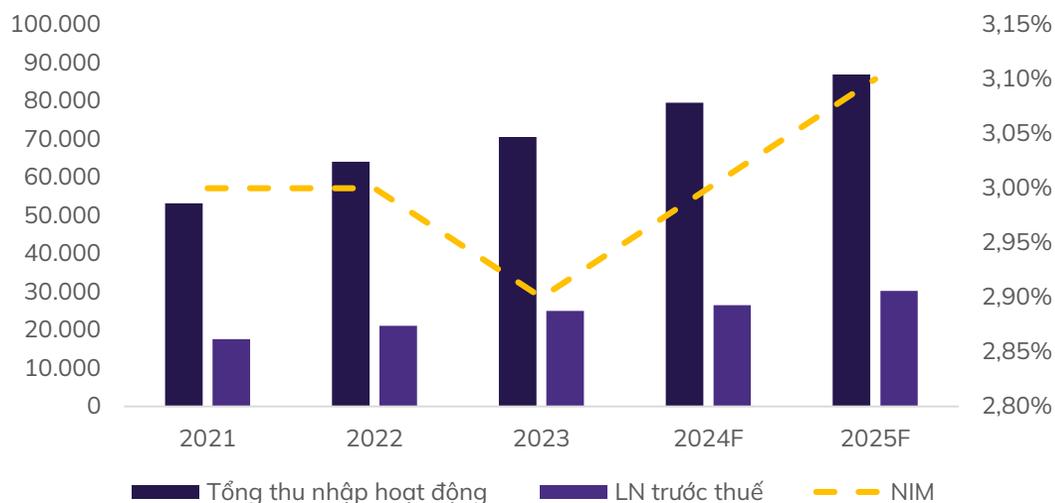
### Các chỉ tiêu kinh doanh chính

CHỈ TIÊU	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	70.548	79.512	86.912
%YoY	10%	13%	9%
NIM	2,86%	2,97%	3,1%
LN trước thuế	24.990	26.531	30.265
% YoY	18%	6%	14%
EPS (đ/cp)	3.706	3.952	4.509
BVPS (đ/cp)	23.440	26.188	27.032
NPL (%)	1,10%	1,40%	1,30%
Dự phòng/ nợ xấu(%)	70%	150%	162%
ROA (%)	1,0%	1,1%	1,2%
ROE (%)	15,9%	16,3%	17,2%

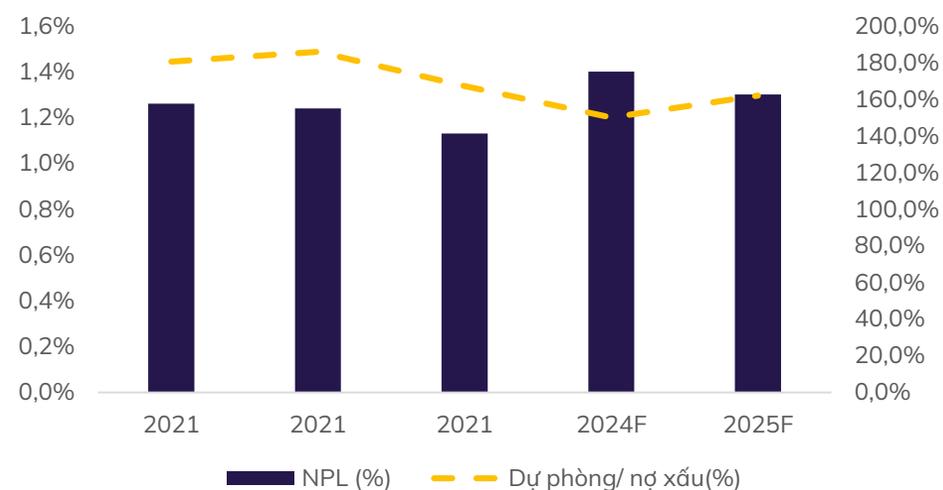
### Cơ cấu tổng thu nhập



### Kết quả kinh doanh



### Nợ xấu và tỷ lệ dự phòng / nợ xấu





# NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Kỳ vọng từ nâng hạng thị trường

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



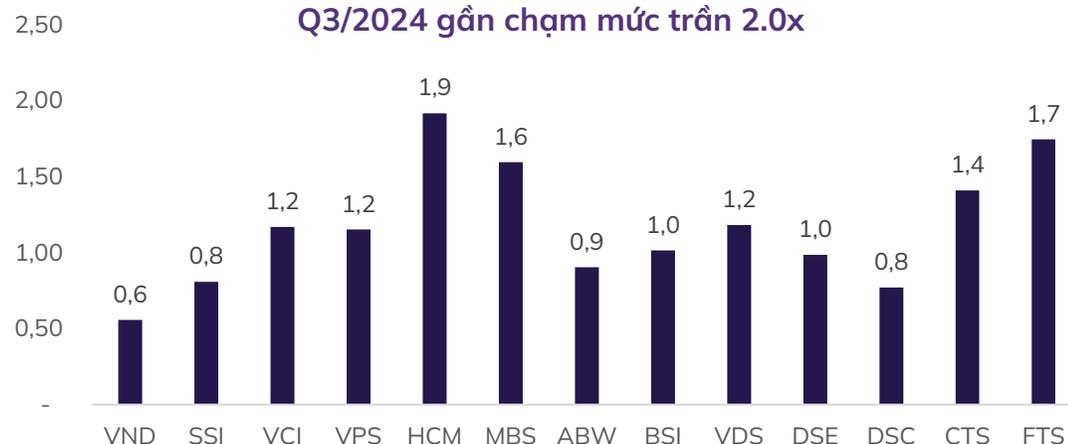
Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



## ➤ CUỘC ĐUA TĂNG VỐN TIẾP TỤC DIỄN RA

- Đứng trước các cơ hội to lớn từ việc nâng hạng mang lại, các CTCK đang nỗ lực chuẩn bị về vốn, công nghệ, sản phẩm, dịch vụ, cơ sở khách hàng...
- Trong năm 2024, các CTCK tiếp tục đẩy mạnh hoạt động tăng vốn nhằm chuẩn bị cho hoạt động cho vay margin, tự doanh, đầu tư cho hệ thống, nhân sự và công nghệ. Nhu cầu tăng vốn đặc biệt cấp bách với một số công ty có Tỷ lệ Cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu ở mức cao gần chạm mức trần 2,0x như HSC, FTS, MBS...
- Đặc biệt là sau khi Thông tư 68/2024 có hiệu lực từ đầu tháng 11, nhà đầu tư nước ngoài có thể không cần ký quỹ 100% trước giao dịch. Điều này tạo cơ hội cho các CTCK có nguồn lực về vốn lớn, đủ đảm bảo vai trò hỗ trợ thanh toán cho nhà đầu tư nước ngoài.
- Nhóm 13 CTCK chúng tôi quan sát đã tăng tổng cộng hơn 13.000 tỷ đồng vốn điều lệ, tương đương mức tăng 20% so với đầu năm 2024 thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu, trả cổ tức, phát hành riêng lẻ và ESOP.

Một số CTCK có tỷ lệ Cho vay ký quỹ/ Vốn chủ sở hữu Q3/2024 gần chạm mức trần 2.0x



### Kế hoạch tăng vốn 2024 một số CTCK

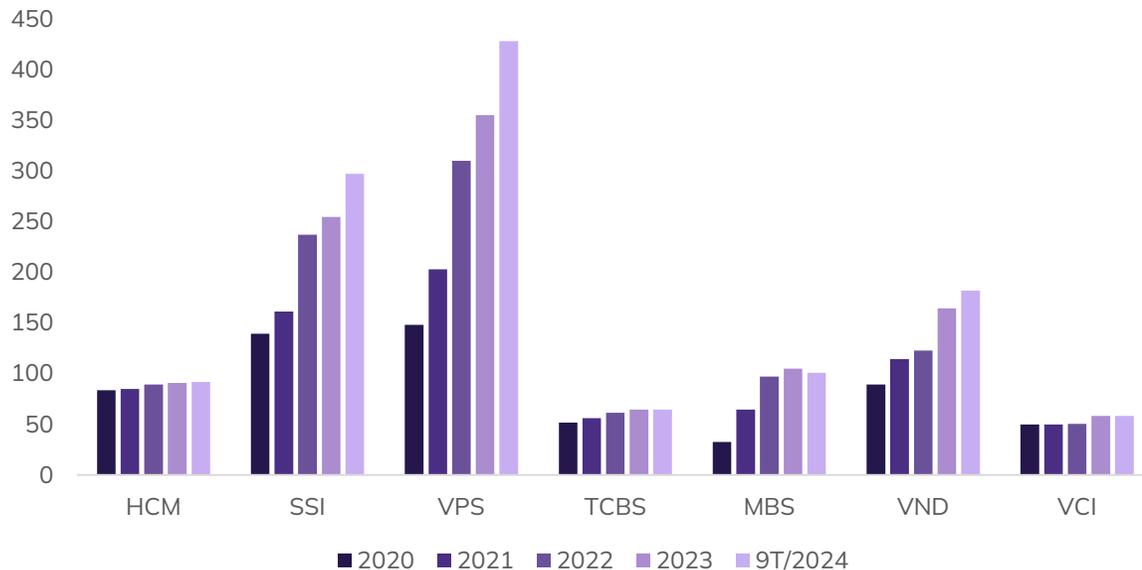
Mã CK	Vốn điều lệ ngày 31/12/2023	Vốn sau khi hoàn thành các phương án	Hình thức tăng vốn
VND	12.178	15.233	Phát hành 60,9 triệu cổ phiếu trả cổ tức (Hoàn thành) 243,6 triệu cổ phiếu chào bán cho cổ đông hiện hữu (Hoàn thành)
SSI	15.011	19.640	Phát hành hơn 302 triệu cổ phiếu thưởng theo tỷ lệ 20% (Hoàn thành) Chào bán hơn 151 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (Hoàn thành) Phát hành 10 triệu cổ phiếu ESOP (Hoàn thành)
VCI	4.375	7.200	Phát hành 4,4 triệu cổ phiếu ESOP (Hoàn thành) Phát hành gần 133 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu (Hoàn thành) Chào bán riêng lẻ gần 144 triệu cổ phiếu (Hoàn thành)
HCM	4.581	10.800	<b>Phát hành 360 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (Chờ UBCK phê duyệt)</b> Phát hành 16 triệu cổ phiếu ESOP (Hoàn thành) Bán cổ phiếu ra công chúng 178 triệu cổ phiếu (Hoàn thành) Phát hành 69 triệu cổ phiếu để trả cổ tức (Hoàn thành)
MBS	4377	5.471	Phát hành 109 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (Hoàn thành)
VIX	6.694	14.585	Phát hành 66,9 triệu cổ phiếu để trả cổ tức (Hoàn thành) Phát hành 66,9 triệu cổ phiếu để tăng vốn cổ phần (Hoàn thành) Chào bán 635,9 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (Hoàn thành) Phát hành 20 triệu cổ phiếu ESOP (Hoàn thành)
ACBS	4.000	10.000	ACB góp thêm 4.000 tỷ đồng (Hoàn thành ) <b>ACB góp thêm 3.000 tỷ đồng (Chờ UBCK phê duyệt)</b>
VDS	2.100	2.430	Phát hành 24,15 triệu cổ phiếu để trả cổ tức (Hoàn thành) Phát hành 8,85 triệu cổ phiếu ESOP (Hoàn thành)
FTS	2.146	3.059	Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu gần 86 triệu cổ phiếu (Hoàn thành) Phát hành hơn 5,5 triệu cổ phiếu ESOP (Hoàn thành)

Nguồn: FiinPro, ABS Research

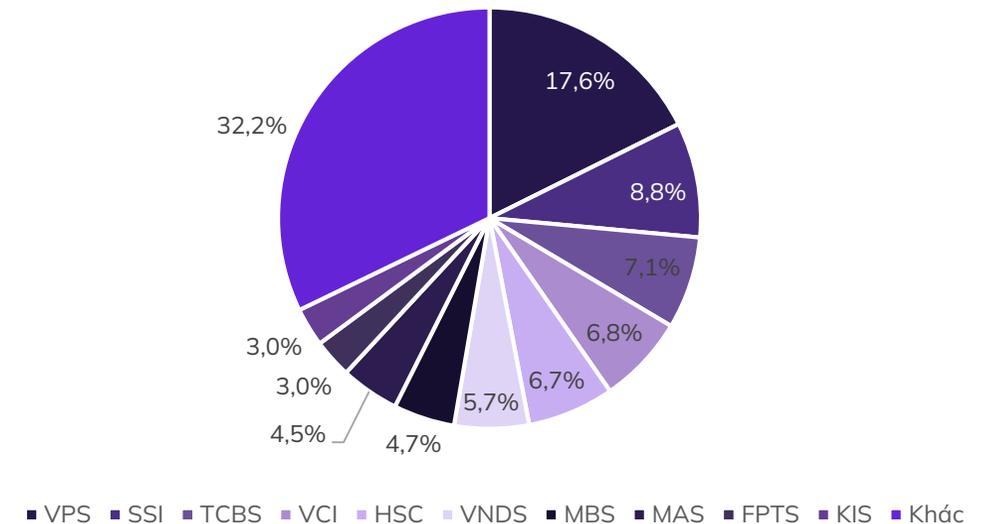
## CUỘC ĐUA “SỐ HÓA” TẠI CÁC CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

- Đầu tư công nghệ đang trở thành ưu tiên hàng đầu của các công ty chứng khoán trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang ngày càng phát triển. Nhiều công ty trên thị trường đẩy mạnh phát triển hệ thống giao dịch hiện đại, ứng dụng công nghệ AI/Big Data và tích hợp đa nền tảng. Một số công ty chứng khoán lớn như TCBS và VPS đang phát triển hệ thống hỗ trợ giao dịch CWs (Covered Warrants) với công cụ tính toán giá trị hợp lý và phân tích rủi ro. Nâng hạng thị trường và hệ thống KRX có thể diễn ra vào năm 2025 sẽ tạo tiền đề cho việc triển khai các sản phẩm mới, trong đó có sản phẩm chứng khoán về trong ngày (T0) và sản phẩm bán khống giúp các công ty chứng khoán mở rộng tệp khách hàng, tăng doanh thu từ các sản phẩm mới và củng cố uy tín và vị thế trên thị trường.
- Những công ty chứng khoán đầu tư mạnh cho công nghệ là những đơn vị thuộc top thị phần môi giới ngành chứng khoán. Từ khi hình thành đến hết quý 3 năm 2024, VPS là công ty đầu tư cho phát triển phần mềm CNTT nhiều nhất với 428 tỷ đồng, riêng trong 9T/2024 đầu tư thêm 78 tỷ đồng. Việc chi mạnh tay cho phát triển công nghệ đã phần nào mang lại hiệu quả khi VPS tiếp tục giữ vững vị trí đứng đầu trong mảng môi giới với thị phần đạt 17,63%, bỏ xa công ty đứng thứ 2. Theo ngay sau VPS là SSI với giá trị đầu tư đạt 297 tỷ đồng, riêng trong 9T/2024 đầu tư thêm 43 tỷ đồng. Đứng thứ 3 là VND với giá trị đầu tư là 182 tỷ đồng.

**Đầu tư vào công nghệ Top CTCK qua các năm**



**Thị phần môi giới CTCK 9T/2024**



## ➤ CÁC SẢN PHẨM NGÀY CÀNG ĐA DẠNG

- TTCK Việt Nam đang có các sản phẩm đầu tư như giao dịch chứng khoán cơ sở, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, chứng quyền có bảo đảm, ... Mặc dù vậy, số lượng sản phẩm được cung cấp ra thị trường chưa thực sự được đa dạng.
- Các CTCK đang tích cực xây dựng thêm các sản phẩm mới để hỗ trợ các nhà đầu tư mới trên thị trường. Một số xu hướng đáng chú ý như:
  - **Hợp đồng tương lai chỉ số VN100:** UBCK đã chấp thuận mẫu hợp đồng tương lai chỉ số VN100. Hiện tại, các bên liên quan đang thực hiện kiểm thử và dự kiến sẽ ra mắt sản phẩm này trong quý I/2025. Sản phẩm này nhằm đa dạng hóa các công cụ đầu tư và phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư.
  - **Tài khoản chứng khoán tích hợp trên ví điện tử:** việc mở tài khoản và đầu tư chứng khoán hiện nay không còn theo cách truyền thống mà có sự hỗ trợ rất lớn của công nghệ mới, Công ty Chứng khoán DNSE đã hợp tác với ví điện tử ZaloPay để ra mắt sản phẩm tài khoản chứng khoán đầu tiên trên ví điện tử tại Việt Nam. Sản phẩm này cho phép người dùng mở tài khoản và giao dịch chứng khoán trực tiếp trên nền tảng ví điện tử, mang lại sự tiện lợi và trải nghiệm liền mạch cho nhà đầu tư.
  - **Sản phẩm đầu tư dành cho thế hệ trẻ (GenZ):** Một số công ty chứng khoán đã phát triển các sản phẩm đầu tư chuyên biệt hướng đến thế hệ trẻ, như trái phiếu, quỹ đầu tư và các sản phẩm tài chính khác. Mục tiêu là đáp ứng xu hướng đầu tư mới và nhu cầu tài chính của nhóm khách hàng này.

So sánh sản phẩm của một số CTCK

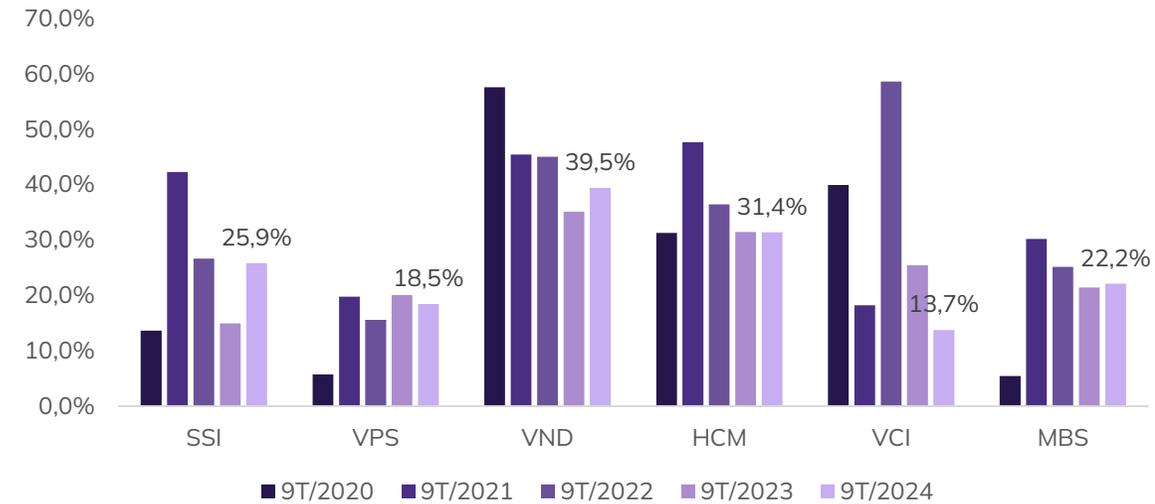
Loại sản phẩm	TCBS	VPS	SSI
Giao dịch chứng khoán cơ sở	Có	Có	Có
Chứng khoán phái sinh	Có	Có, nổi bật với phí thấp và thị phần lớn nhất	Có
Vay ký quỹ (Margin)	Có	Có	Có
Đầu tư trái phiếu	Có, nổi bật với dẫn đầu thị trường	Có	Có
Quỹ mở và ETF	Techcom Capital	Ít tập trung	SSIAM
Chứng quyền có bảo đảm (CW)	Có	Có	Có
Đầu tư định kỳ (Tích lũy)	Có	Có	Có
Ứng dụng giao dịch	TCInvest	SmartOne, SmartPro, Easy VPS	SSI iBoard
Báo cáo phân tích	Có	Ít tập trung	Có, nổi bật về các báo cáo chuyên sâu trên thị trường
Chứng chỉ quỹ	Có	Có	Có
Chương trình ưu đãi	Miễn phí giao dịch cơ sở Nhiều chương trình ưu đãi margin với lãi suất rất thấp như: dynamic margin, margin T+, marginsure	Ưu đãi lãi suất Margin T+ (4.5%- 8%) và khách hàng mới mở TTCK Ưu đãi phí giao dịch phái sinh	Ưu đãi margin khách hàng, hoàn lãi margin
Robo advisor	Có	Có	Có
Một số sản phẩm khác	Nền tảng đầu tư cộng đồng iCopy, cho phép nhà đầu tư sao chép chiến lược của các nhà đầu tư tài năng (iTrader)	FNEST mô hình bất động sản chia nhỏ Safy cung cấp một nền tảng bảo vệ nhà đầu tư trước các rủi ro về thua lỗ	Ifollow cho phép khách hàng lựa chọn đầu tư theo một hoặc nhiều Danh mục đầu tư mẫu trên nền tảng giao dịch của SSI.

Nguồn: ABS Research tổng hợp thông tin

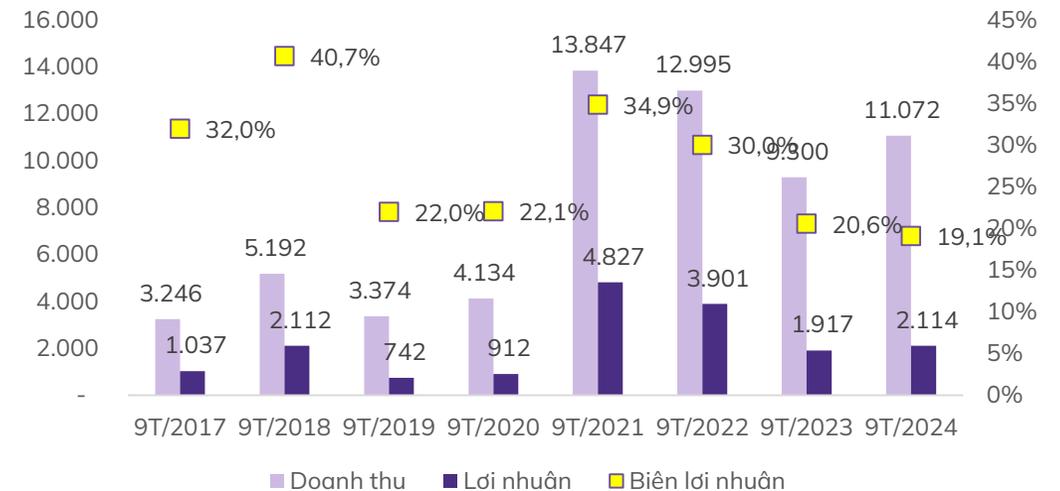
# DOANH THU MÔI GIỚI VÀ CHO VAY DỰ KIẾN HỒI PHỤC (1/2)

- **Doanh thu hoạt động môi giới** ghi nhận 11,072 nghìn tỷ trong 9T/2024 (+19% svck). Lợi nhuận ròng mảng này đạt 2,114 nghìn tỷ toàn ngành (+10.2% svck). Tuy nhiên, biên lợi nhuận lại sụt giảm năm thứ ba liên tiếp đạt 19,1% do xu hướng giảm phí giao dịch và tăng tỷ lệ hoa hồng cho nhân viên kinh doanh để gia tăng thị phần.
- **Dự báo thanh khoản thị trường cải thiện:** Với kỳ vọng hệ thống giao dịch KRX đi vào vận hành năm 2025, và việc nâng hạng thị trường có thể giúp thu hút 800 triệu USD vốn ngoại từ các nhà đầu tư thụ động FTSE và 4-6 tỷ USD từ các quỹ chủ động khác vào Việt Nam, tổng giá trị giao dịch năm 2025 dự báo tăng 12-14% so với 2024, với giá trị giao dịch trung bình ngày đạt 17 - 18 nghìn tỷ đồng.
- Xu hướng giảm phí giao dịch và tăng chi phí môi giới để thu hút khách hàng dự kiến sẽ tiếp diễn trong năm 2025 khiến biên lợi nhuận môi giới có thể tiếp tục giảm nhẹ, tuy nhiên, sẽ được bù đắp bởi sự tăng trưởng về quy mô giao dịch.
- Các CTCK sẽ cải thiện được thị phần bao gồm (i) Các CTCK đã có sự đầu tư về hệ thống công nghệ thông tin và các sản phẩm giao dịch tần suất cao (High-Frequency-Trading) sẵn sàng triển khai khi hệ thống KRX được đưa vào vận hành, (ii) Các CTCK có các sản phẩm quản lý tài sản uy tín (như dịch vụ đầu tư ủy thác, quản lý quỹ...) sẽ vừa cải thiện được biên lợi nhuận vừa thu hút được nhiều khách hàng cá nhân và tổ chức.
- **Hoạt động cho vay ký quỹ** đã và đang là động lực chính giúp tăng trưởng doanh thu của nhiều CTCK. Dư nợ cho vay và ứng trước toàn ngành cuối Q3/2024 đã tăng 29,8% so với đầu năm, lên mức 236,6 nghìn tỷ đồng. Thu nhập từ lãi từ cho vay và phải thu toàn ngành đã lần lượt tăng +23,7% svck trong Q3/2024 lên mức 6.087 tỷ đồng và tăng +37,8% svck. Tính chung 9T/2024 đạt mức 17.239 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận môi giới Top CTCK qua các năm



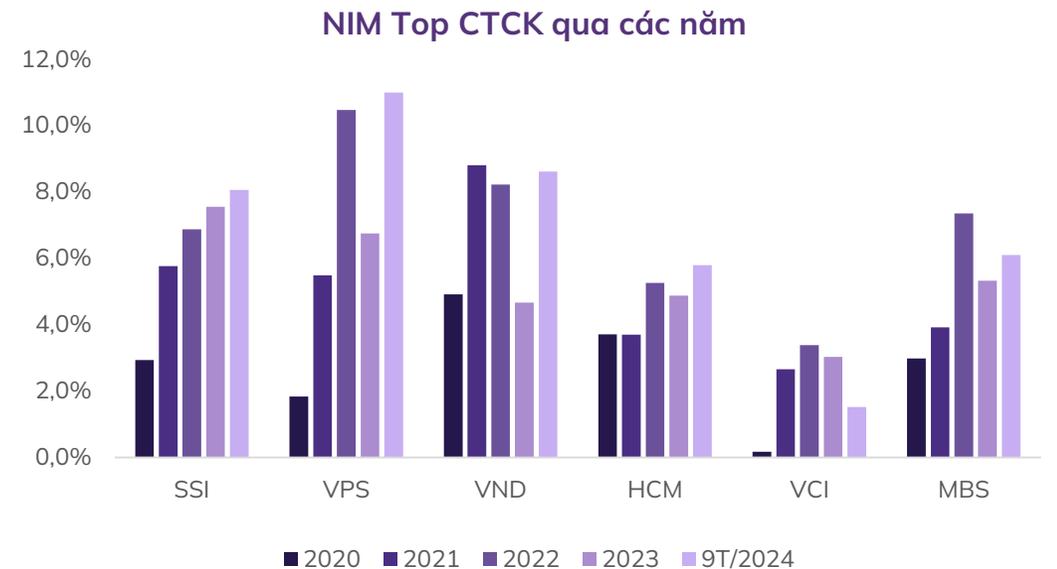
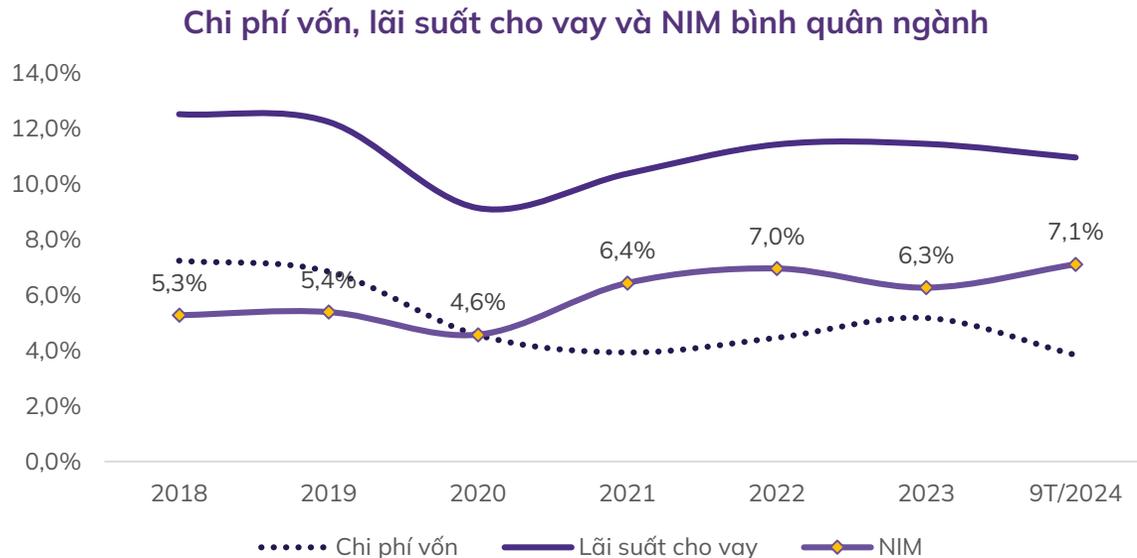
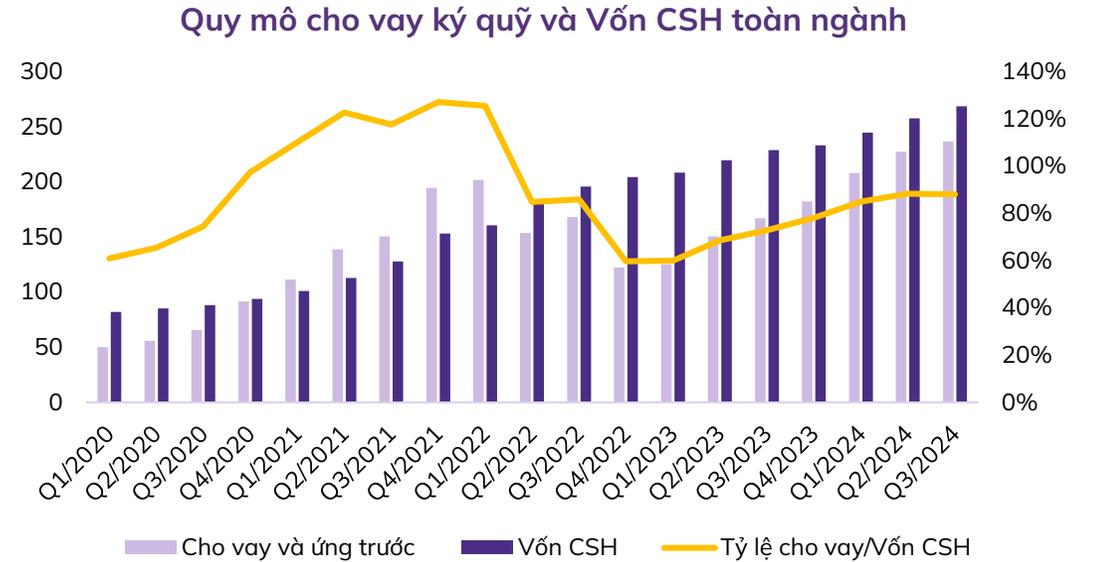
Doanh thu và lợi nhuận môi giới toàn ngành chứng khoán qua các năm



Nguồn: FiinProX, ABS Research

## DOANH THU MÔI GIỚI VÀ CHO VAY HỒI PHỤC (2/2)

- **Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo tiếp tục tăng trưởng trong 2025 nhờ vào thanh khoản cải thiện**, các CTCK tiếp tục tăng vốn và nhiều CTCK vẫn còn dư địa cho vay. Trong khi đó, nhu cầu vay ký quỹ của nhà đầu tư vẫn ở mức cao nhờ thanh khoản cải thiện, và điều kiện cho vay thuận tiện hơn so với ngân hàng.
- Chi phí vốn và NIM của các CTCK top đầu được cải thiện rõ rệt trong 9T/2024, khi môi trường lãi suất thấp được duy trì trong hầu hết năm 2024. Trong đó, NIM của VPS đạt mức ấn tượng (11%).
- Chúng tôi kỳ vọng sang 2025, trung bình **NIM** tại các công ty chứng khoán tiếp tục được duy trì ở mức khả quan (6.5%-7.5%) nhờ kỳ vọng lãi suất thấp tiếp tục được duy trì. Trong đó, lãi suất cho vay ký quỹ tiếp tục duy trì ở mức 10%-13%, trong khi chi phí vốn tiếp tục giữ mức 3%-5%.



# HOẠT ĐỘNG TƯ VẤN TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP KHỞI SẮC

➤ Dịch vụ tư vấn ngân hàng đầu tư dự kiến khởi sắc hơn trong 2025 do:

▪ **Mảng Trái phiếu doanh nghiệp**

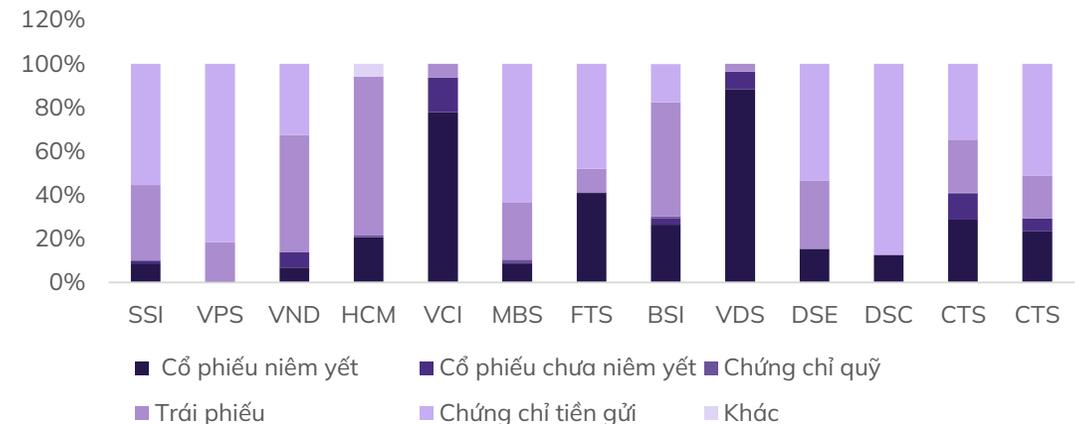
- Tính đến cuối tháng 11/2024, tổng lượng trái phiếu phát hành đạt hơn 400 nghìn tỷ đồng. Trong đó, tổng giá trị quy mô phát hành trái phiếu ra công chúng là 46 nghìn tỷ đồng, tăng hơn 30% so với cùng kỳ năm 2023.
- Luật Chứng khoán sửa đổi siết chặt điều kiện NĐT chuyên nghiệp là cá nhân mua trái phiếu phát hành riêng lẻ, chỉ khi doanh nghiệp phát hành đáp ứng được điều kiện về xếp hạng tín nhiệm, tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh ngân hàng....., bổ sung quy định điều kiện phát hành TPDN ra công chúng đối với doanh nghiệp, siết chặt quy định công bố thông tin, trách nhiệm của cơ quan quản lý và các bên liên quan... Điều này một mặt giúp tăng cường tính minh bạch, cải thiện chất lượng trái phiếu và hoạt động phát hành ra thị trường; mặt khác giúp cải thiện niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp.
- Nhờ các cải cách thể chế, với nhiều bộ luật liên quan đến kinh doanh BĐS được sửa đổi và áp dụng, thị trường BĐS dự kiến ấm lên giúp cải thiện dòng tiền trả nợ của nhiều doanh nghiệp. Trong khi đó, nhu cầu vốn cho triển khai các dự án mới sẽ gia tăng.

➤ **Mảng cổ phiếu**

- 9T/2024, thị trường M&A Việt Nam đạt tổng giá trị giao dịch 3,2 tỷ USD, với hơn 220 thương vụ, tăng 46% so với cùng kỳ năm 2023. Các thương vụ chủ yếu diễn ra trong các lĩnh vực bất động sản (chiếm 53%), tiêu dùng thiết yếu (14%), và công nghiệp (21%). Các giao dịch M&A có giá trị từ 40-112 triệu USD cũng diễn ra trong các lĩnh vực công nghiệp và công nghệ thông tin. Nhà đầu tư trong nước đóng vai trò chính, chiếm 53% tổng giá trị giao dịch được công bố. (Theo ông Nguyễn Công Ái - Phó Tổng giám đốc KPMG Việt Nam tại Diễn đàn M&A Việt Nam lần thứ 16 ngày 27/11/2024).

- Dự báo năm 2025 các giao dịch M&A sẽ tiếp tục gia tăng. Ngoài các lĩnh vực đã đề cập phía trên, những ngành công nghệ cao như bán dẫn, trí tuệ nhân tạo (AI) và năng lượng tái tạo dự kiến cũng thu hút vốn.
- Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp quy mô lớn hiện đang giao dịch ở UPCOM đã có kế hoạch chuyển sang niêm yết trên các sàn chứng khoán chính thức trong năm 2025.
- CTCK tăng trưởng được trong lĩnh vực tư vấn và phát hành trong năm 2025 sẽ là những doanh nghiệp có thể mạnh, đã ký kết được nhiều thỏa thuận với khách hàng, chỉ chờ thời điểm thực hiện, điển hình trong số đó là VCI.
- **Thu nhập từ tự doanh có nhiều cơ hội** khi thị trường vẫn đang ở mức định giá hợp lý với P/E đang ở mức **13.15x tại ngày 20/12/2024 và LNST các doanh nghiệp niêm yết dự báo tiếp tục tăng trưởng khả quan trong 2025 với P/E forward đạt 14.05x.**
- **Lợi nhuận** các CTCK niêm yết dự kiến tăng trưởng 15-20% so với 2024.

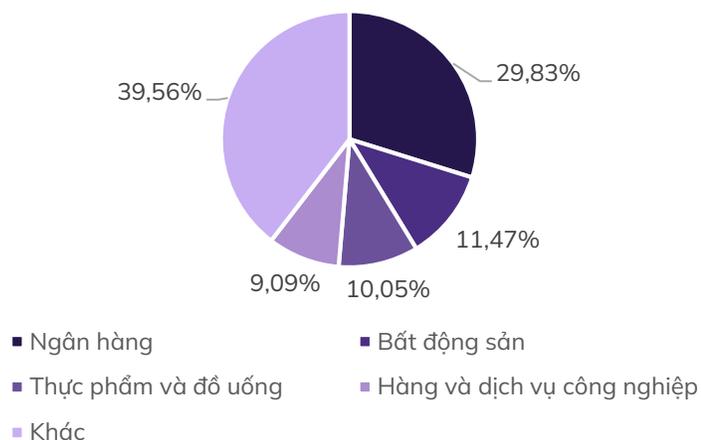
**Cơ cấu danh mục đầu tư một số CTCK**



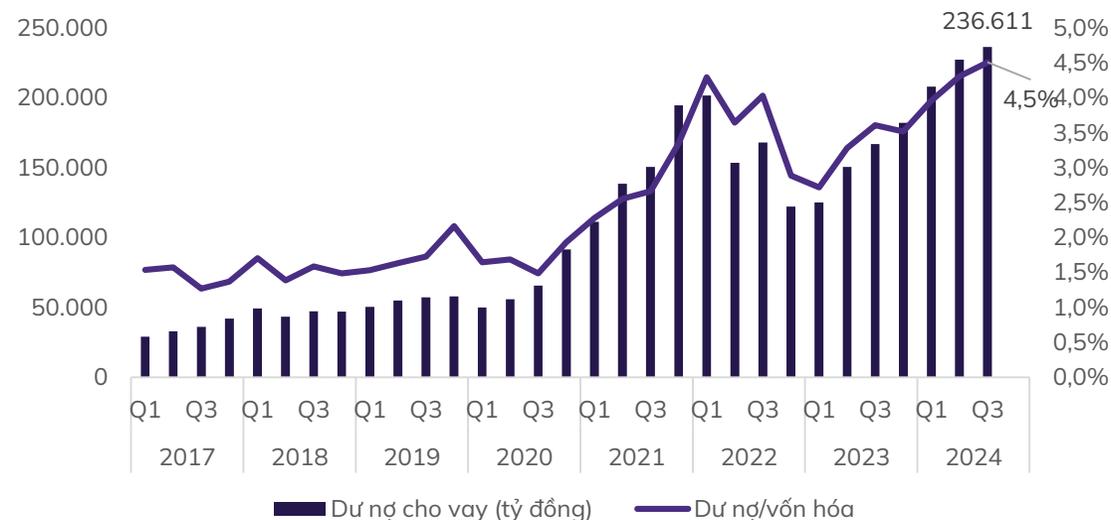
Nguồn: FiinProX, ABS Research

- Thanh khoản của thị trường sụt giảm nhưng dư nợ cho vay của các công ty chứng khoán liên tục tạo kỷ lục mới (cuối quý 3/2024 dư nợ cho vay margin đạt gần 237 nghìn tỷ đồng). Điều này được giải thích là do các doanh nghiệp vay bằng việc thế chấp cổ phiếu cho các công ty chứng khoán, với ưu điểm là lãi suất cho vay thấp và thủ tục cho vay tương đối dễ dàng. Trong khi nếu vay ngân hàng, nhiều doanh nghiệp không đủ điều kiện vay, hết hạn mức hoặc thiếu tài sản đảm bảo... Ngoài ra, tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn hóa trong quý 3 đạt 4,5%, đây mức là khá cao so với các quý trước, cũng như khi so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Trong quá khứ đã từng xảy ra hiện tượng “call margin” chéo trong năm 2022 từ mức tỷ lệ cho vay cao trong Q1/2022.
- Tài sản của các công ty chứng khoán đã được cải thiện nhờ tỷ lệ chậm trả gốc, lãi trái phiếu giảm dần. Tuy nhiên, hoạt động phân phối và tư vấn trái phiếu còn gặp rất nhiều thách thức. Một số công ty chứng khoán tập trung phân phối trái phiếu có độ rủi ro cao, khi các doanh nghiệp phát hành không có khả năng trả nợ, công ty chứng khoán phải đối mặt với tổn thất lớn.
- Trên thị trường diễn ra sự mất cân bằng về cơ cấu, vốn hóa thị trường tập trung vào các cổ phiếu ngành ngân hàng và bất động sản (chiếm hơn 41% tổng vốn hóa thị trường), cao hơn nhiều so với các quốc gia trong khu vực và trên giới. Trong khi đó, tài chính và bất động sản là các ngành truyền thống vì thế các nhà đầu tư chỉ sẵn sàng chấp nhận 1 mức P/E khá thấp cho ngành này. Đây cũng là một nguyên nhân khiến thị trường có mức định giá thấp nhưng chưa thu hút được dòng tiền.

**Cơ cấu vốn hóa các ngành**



**Dư nợ cho vay/vốn hóa**



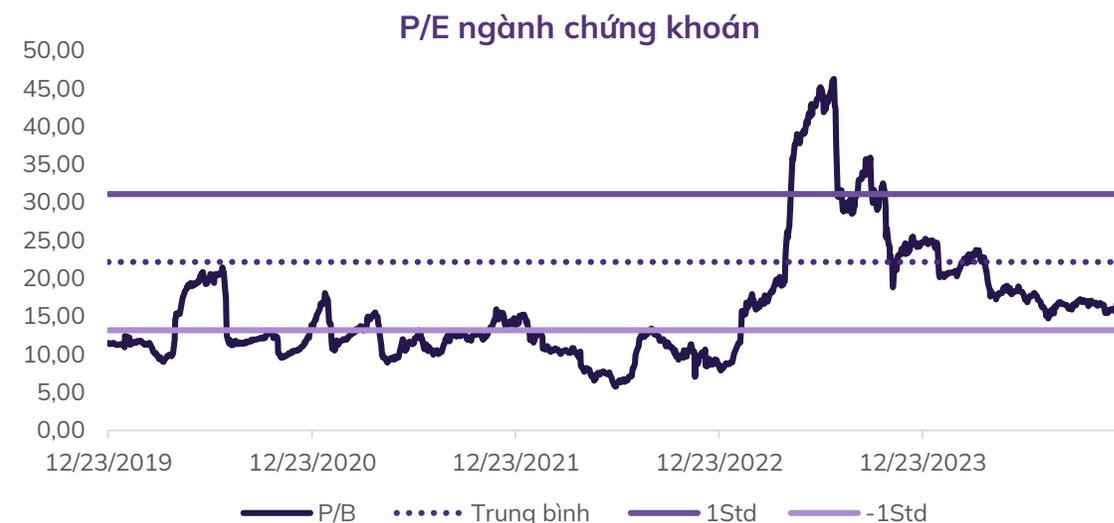
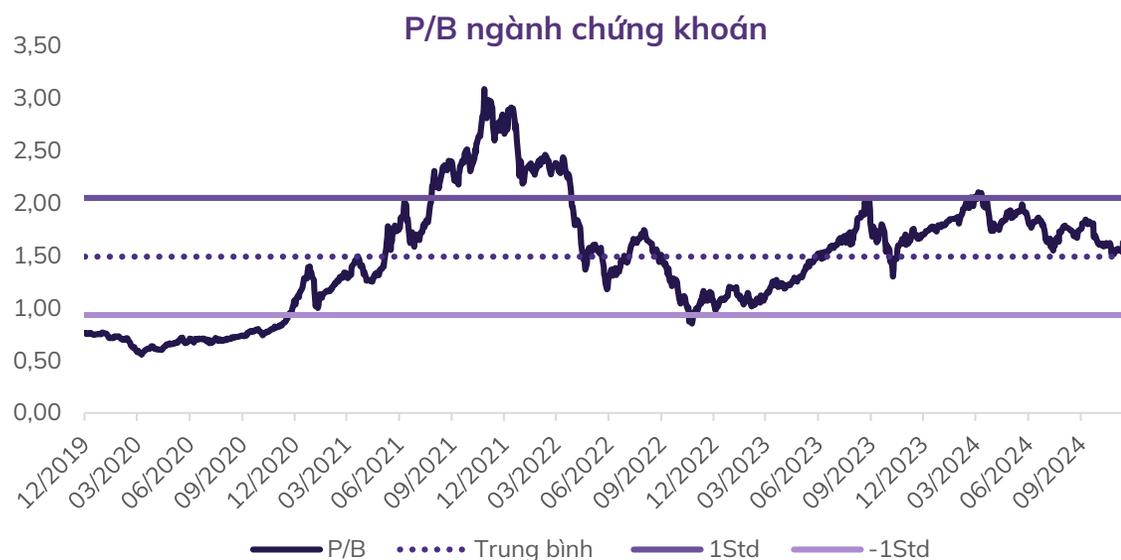
## ĐỊNH GIÁ VẪN CÒN HẤP DẪN

- Cổ phiếu ngành chứng khoán hiện tại đang giao dịch ở mức P/B 1.6x, cao hơn so với mức trung bình của lịch sử là 1.5x. Với triển vọng thị trường được nâng hạng năm 2025 và lợi nhuận toàn ngành dự báo tăng trưởng khả quan, mức P/B tương lai sẽ thấp hơn mức này.
- Hiện P/E của ngành chứng khoán đang ở mức 16.42 lần, thấp hơn nhiều P/E trung bình (22.1x) và vùng đỉnh lịch sử (46.3x). Chúng tôi cho rằng vùng giá hiện tại đang khá hợp lý để đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu ngành chứng khoán. Nhà đầu tư có thể cân nhắc và lựa chọn đầu tư vào các nhịp điều chỉnh đối với nhóm cổ phiếu đầu ngành có định giá phù hợp và câu chuyện riêng như VCI, HCM, MBS, SSI.

### P/B, P/E và ROE ngành chứng khoán của 1 số nước trên thế giới

Quốc gia	P/E	P/B	ROE (%)
Việt Nam	18.7	1.9	10.8
Indonesia	80.6	4.4	7.7
Thailand	32.9	0.8	5.5
Philippines	65.3	5.3	8.4
Singapore	6.9	0.8	11.3
Malaysia	12.6	0.8	6.6

Nguồn: Bloomberg, ABS Research



Nguồn: FinProX, ABS Research

## ☛ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ – VCI, HCM, MBS, SSI

Khuyến nghị: chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dựa trên các tiêu chí

- Các CTCK có hệ sinh thái đầy đủ các hoạt động (tài chính và kinh tế thực), mạnh về phục vụ mảng khách hàng tổ chức nước ngoài nhằm đón đầu cơ hội thị trường được nâng hạng (Phân tích và Môi giới khách hàng tổ chức, Tư vấn tài chính doanh nghiệp, Quản lý quỹ...), bên cạnh các nghiệp vụ chứng khoán truyền thống có thể mạnh (Tự doanh, Kinh doanh vốn, Môi giới khách hàng cá nhân...).
- Các CTCK đã tăng vốn thành công trong năm 2024 và có thể tiếp tục tăng vốn trong các năm tiếp theo.
- Giá mục tiêu: dựa trên phương pháp P/E và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	VCI			HCM			MBS			SSI		
	2023	2024F	2025F									
Doanh thu hoạt động kinh doanh	2.472	3.437	3.476	2.903	3.240	3.705	1.815	2.856	3.256	7.158	8.008	8.977
%YoY	-22%	39%	5%	-26%	12%	14%	-7%	16%	14%	13%	12%	12%
LN trước thuế	570	1,098	1,208	842	1474	1729	716	771	902	2,849	3,204	3,705
% YoY	-46%	93%	12%	-21%	75%	17%	8%	8%	17%	35%	12%	16%
EPS (đ/cp)	1.379	1.828	1.928	1.428	1.673	1.962	1.699	1.715	2.006	1.587	1.767	1.928
BVPS (đ/cp)	16.849	15.367	17.010	18.147	14.789	16.751	10.784	11.643	13.292	12.220	13.741	15.785
P/E	29,35	18,81	22,1	20,7	17,7	19,8	17,07	17,1	18,5	16,6	14,1	16,2
ROA (%)	3,1%	4,9%	5,9%	4,0%	4,3%	4,1%	4,4%	4,8%	5,1%	4,3%	5,6%	4,7%
ROE (%)	7,1%	10,2%	10,5%	10,6%	11,9%	12,0%	13,8%	13,3%	13,5%	12,2%	13,3%	13,4%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

### CTCP CHỨNG KHOÁN VIETCAP (VCI – HSX)

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 33.100 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 42.500 VNĐ (Upside: +28.3%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **VCI tăng trưởng kết quả kinh doanh ấn tượng** với tổng thu nhập thuần của VCI 9T/2024 có sự bứt phá mạnh (+32,5% YoY). Hầu hết các mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng mạnh. Cụ thể, hoạt động đầu tư chứng khoán, môi giới chứng khoán, cho vay ký quỹ tăng trưởng lần lượt là 109%, 41%, 24%. Từ đó, lợi nhuận trước thuế đạt 834 tỷ đồng (+92%), hoàn thành 119% kế hoạch của năm.
- ✓ Những nỗ lực mở rộng bằng việc tăng hoa hồng để khuyến khích bộ phận môi giới giúp tăng thị phần và giảm phí margin đang mang lại nhiều hiệu quả. **Tính đến hết Quý 3 thị phần môi giới của VCI đạt mức 6,78%, tương đương tăng tới 1,34% so với quý trước, đưa VCI thẳng vào top 4 CTCK có thị phần môi giới lớn nhất trên HOSE.** Kết quả, doanh thu môi giới 9 tháng năm 2024 tăng trưởng mạnh (+40.6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng VCI tiếp tục giữ phần trong năm 2025.
- ✓ Sau nhịp lùi lại trong Q2/2024, **dư nợ margin Q3/2024 của VCI đã bứt tốc mạnh mẽ, tăng tới 27% so với quý trước lên 10,111 tỷ và tăng 26.5% so với đầu năm.** Doanh thu từ cho vay ký quỹ và ứng trước tăng trưởng (+16.7% YoY) trong bối cảnh dư nợ cho vay margin cũng tăng trưởng mạnh mẽ.
- ✓ **VCI chào bán thành công 143,63 triệu cổ phiếu riêng lẻ trong tháng 11.** Qua đó, vốn điều lệ của công ty đã tăng lên mức 7.181 tỷ đồng. Trong Quý 3 vừa qua, VCI cũng đã thực hiện thành công kế hoạch phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, nâng vốn điều lệ thêm 1.326 tỷ, Lượng vốn thu được chủ yếu để bổ sung vốn cho hoạt động cho vay margin, còn lại dành cho hoạt động tự doanh.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Với việc gia tăng đầu tư vào cổ phiếu, danh mục đầu tư của VCI có thể sẽ biến động mạnh.
- ✓ Nâng hạng thị trường diễn ra không như kỳ vọng.

CTCP CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HCM – HSX)

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 28.150 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 38.500 VNĐ (Upside: +36.7%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Tăng trưởng lợi nhuận 9T/2024 vượt trội so với ngành** với lợi nhuận sau thuế đạt 813 tỷ đồng (+64,1% YoY), động lực đến từ các mảng cho vay ký quỹ, đầu tư chứng khoán và môi giới. Với thế mạnh trong mảng khách hàng tổ chức, thị phần môi giới của HSC đã tiếp tục tăng 0,24% so với quý trước lên mức 6,65%, giữ vững vị trí top 5 thị phần. Chúng tôi kỳ vọng thị phần của HCM tiếp tục được tăng trưởng trong năm 2025.
- ✓ **Thông qua phương án phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu nhằm tăng vốn điều lệ thêm 3,600 tỷ đồng vào đầu tháng tháng 12/2024.** Với việc tăng vốn trên giúp HSC tháo gỡ vấn đề tỷ lệ Dư nợ/VCSH cũng đã chạm mốc 2.0x. Đồng thời, giúp làm tăng quy mô hoạt động kinh doanh và tăng cường vị thế thị trường trên thị trường.
- ✓ **Dư nợ margin của HCM đã đạt mức kỷ lục 19.286 tỷ trong Quý 3, tương đương tăng gần 1.500 tỷ kể từ đầu năm.** Đây là yếu tố thúc đẩy cho doanh thu vay ký quỹ tăng lên mức gần 747 tỷ trong 9T/2024, tăng mạnh 61,3% so với cùng kỳ năm trước. Dự kiến dư nợ sang 2025 tiếp tục tăng mạnh.
- ✓ Hoạt động tự doanh HSC được đẩy mạnh. Cụ thể, danh mục đầu tư tăng trưởng mạnh gấp 3 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh nghiệp tiếp tục từng bước mở rộng danh mục trái phiếu, tuy nhiên vẫn ưu tiên đầu tư vào các trái phiếu của các ngân hàng vốn có độ an toàn cao. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng gia tăng đầu tư vào cổ phiếu với danh mục tăng gấp đôi lên 1.773 tỷ, hầu hết thuộc rổ VN30. **Dự kiến thu nhập từ tự doanh sẽ tăng trưởng mạnh khi hệ thống KRX đi vào hoạt động.**

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Nâng hạng thị trường diễn ra không như kỳ vọng.
- ✓ Doanh nghiệp đầu tư mạnh vào mảng cổ phiếu có rủi ro lớn khi thị trường không như kỳ vọng.

CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS – HSX)

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 28.000 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 37.000 VNĐ (Upside: +28,2%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ Kết quả kinh doanh của MBS 9T/2024 tăng trưởng ấn tượng so với Q3/2023 với thu nhập thuần ghi nhận 1.724 tỷ (+38,2% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 578 tỷ (+40,64% YoY). Động lực tăng trưởng chính đến từ hoạt động tự doanh và cho vay ký quỹ..
- ✓ Tự doanh của VCI là một điểm sáng với danh mục đầu tư tăng trưởng mạnh, đạt hơn 7.6 nghìn tỷ đồng. Việc mở rộng danh mục đang mang lại hiệu quả khi doanh thu đầu tư chứng khoán đạt 102 tỷ đồng (+68% YoY). Theo báo cáo tài chính bán niên, cơ cấu danh mục của MBS thiên về các tài sản tài chính an toàn với lượng Tiền gửi & Chứng chỉ tiền gửi chiếm đến hơn 50%. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng phân bổ tỷ trọng lớn cho trái phiếu (43%). Theo ABS đánh giá, các tài sản này sẽ tạo ra lợi nhuận ổn định, ít bị ảnh hưởng trong thời kỳ thị trường biến động mạnh.
- ✓ Tháng 9 vừa qua, công ty đã báo cáo kết quả phát hành thành công 108,25 triệu cổ phiếu trong tổng số 109,4 triệu cổ phiếu đăng ký chào bán, tỷ lệ phát hành thành công đạt 99%. Đối với 1,15 triệu cổ phiếu chưa phân phối hết, Ngân hàng TMCP Quân Đội (Ngân hàng Quân Đội, mã cổ phiếu MBB) đã đăng ký mua lại toàn bộ với giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Sau khi hoàn thành giao dịch trên, vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 5.479 tỷ đồng. Nguồn vốn tăng lên này giúp doanh nghiệp trong hoạt động vay ký quỹ và tự doanh.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Hoạt động môi giới giảm có thể tiếp tục sụt giảm do áp lực cạnh tranh khốc liệt giữa các công ty chứng khoán.
- ✓ Nâng hạng thị trường diễn ra không như kỳ vọng.

### CTCP CHỨNG KHOÁN SSI (SSI – HSX)

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 24.550 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 31,500 VNĐ (Upside: +32,3%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Kết quả kinh doanh SSI khả quan** với lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh (+35,2% YoY). Các mảng đầu tư chứng khoán, môi giới chứng khoán và kinh doanh nguồn vốn đều đạt mức tăng trưởng dương ấn tượng.
- ✓ **SSI là CTCK có danh mục đầu tư lớn nhất trong ngành với giá trị lên đến gần 43.000 tỷ**. ABS đánh giá lợi nhuận tự doanh của SSI tương đối ổn định và ít biến động theo thị trường hơn do tài sản nắm giữ chủ yếu là chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu có độ an toàn cao.
- ✓ SSI hoàn thành đợt phát hành gần 302 triệu cổ phiếu thưởng vào cuối tháng 9, qua đó nâng vốn điều lệ lên 18.129 tỷ đồng. Đồng thời, chào bán thêm 151 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 15.000 đồng/cổ phiếu. **Vốn điều lệ dự kiến sẽ được nâng lên gần 19.645 tỷ, trở thành công ty chứng khoán có vốn điều lệ lớn nhất thị trường.**
- ✓ Tính đến hết Q3/2024, dư nợ ghi nhận đạt 19,498.6 tỷ, giảm nhẹ so với quý trước và vượt mục tiêu năm 2024. Mặc dù vậy, **tỷ lệ dư nợ/VCSH của SSI vẫn thấp hơn hầu hết các đối thủ bởi dư địa cho vay đã được mở rộng đáng kể sau các đợt tăng vốn.**
- ✓ Doanh thu môi giới chứng khoán có sụt giảm trong quý 3 nhưng 9 tháng năm 2024 vẫn tăng trưởng ổn định ở mức 19.2%. **Thị phần môi giới sụt giảm quý thứ 5 liên tiếp đạt 8.84%, nhưng vẫn duy trì ở mức top đầu.** SSI không ngừng nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới nhằm đáp ứng nhu cầu đa dạng của nhà đầu tư. Một trong những sản phẩm nổi bật gần đây là iFollow - Dịch vụ hỗ trợ lựa chọn đầu tư theo danh mục mẫu từ các chuyên gia

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ Nâng hạng thị trường diễn ra không như kỳ vọng.
- ✓ Mảng ngân hàng đầu tư của SSI đang gặp khó trong bối cảnh thị trường IB còn nhiều thách thức.

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Hồi phục phân hóa đầu chu kỳ mới

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

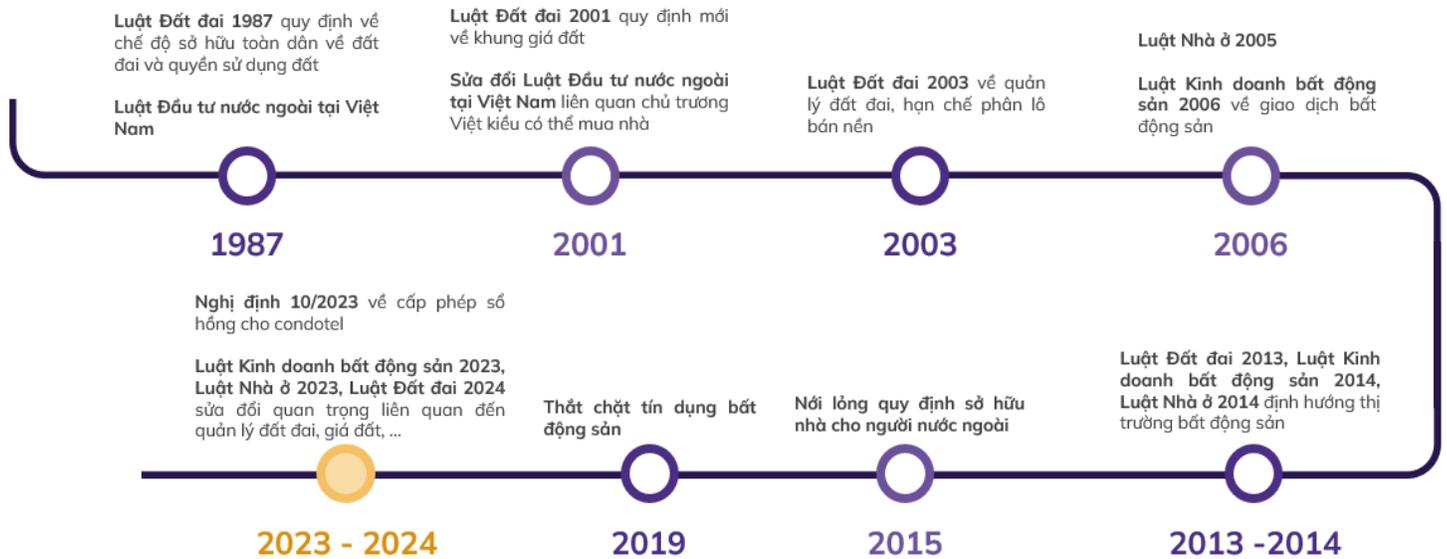


# THỊ TRƯỜNG BĐS ĐANG BƯỚC VÀO CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG MỚI

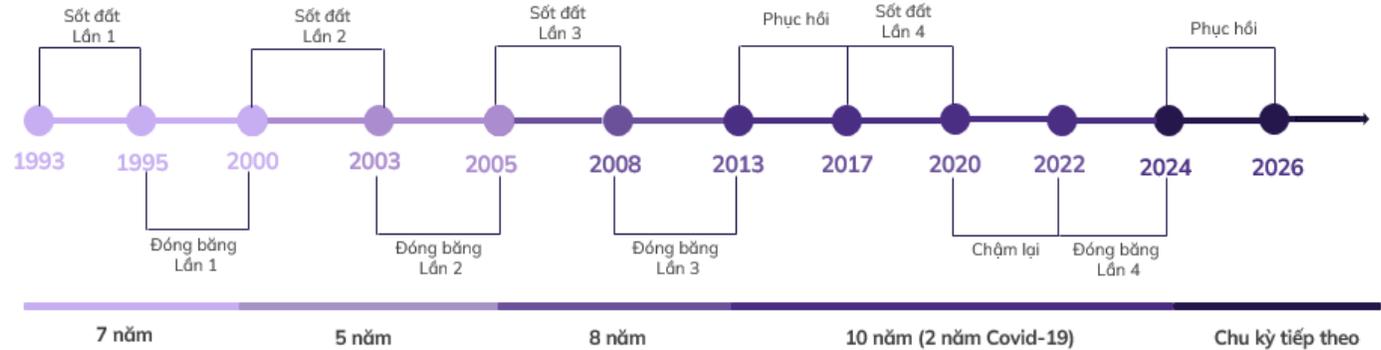
Sau khi bùng nổ vào giai đoạn cuối năm 2020, thị trường BĐS có dấu hiệu chậm lại và “đóng băng” từ cuối năm 2022 khi nguồn cung căn hộ bị đình trệ, lượng tiêu thụ sụt giảm, hàng loạt khó khăn ập đến (pháp lý, huy động vốn). Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ đã liên tục nỗ lực đưa ra các chính sách hỗ trợ cho thị trường trong giai đoạn 2023 – 2024. Theo đó, thị trường BĐS đã có những dấu hiệu khởi sắc từ đầu năm 2024 về lượng giao dịch cũng như nguồn cung sản phẩm. Chúng tôi cho rằng các yếu tố hỗ trợ thị trường BĐS bước vào chu kỳ tăng trưởng mới bao gồm:

- **Pháp lý được gỡ vướng** với đóng góp quan trọng nhất từ bộ 3 luật liên quan đến thị trường BĐS chính thức có hiệu lực từ 01/08/2024 và loạt văn bản hướng dẫn dưới luật giúp giải quyết một trong những vấn đề “nhức nhối” nhất của ngành, giúp khơi thông nguồn cung các dự án.
- **Lãi suất được duy trì ở mức thấp** hỗ trợ cho chủ đầu tư huy động vốn và người mua.
- **Hạ tầng giao thông được tập trung phát triển** với loạt dự án quan trọng đã và đang được triển khai để kết nối các khu vực như đường Vành đai 3 TP.HCM, Vành đai 4 Hà Nội, Metro, đường sắt – đặc biệt là đường sắt tốc độ cao, ...
- **Lượng giao dịch BĐS tăng trở lại** khi trong 9T/2024, thị trường ghi nhận 30.589 giao dịch thành công (gấp 2,5 lần svck), tỷ lệ hấp thụ đạt trên 50% khi tâm lý người mua cải thiện, giao dịch tập trung chủ yếu tại thị trường phía Bắc.

## Những điều chỉnh pháp lý quan trọng với thị trường bất động sản Việt Nam



## ... thị trường BĐS thường bước vào chu kỳ tăng trưởng sau những điều chỉnh luật quan trọng

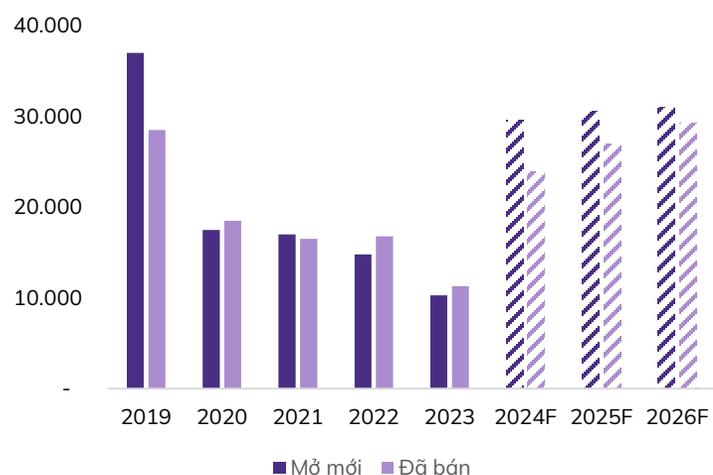


## ➤ NGUỒN CUNG TIẾP TỤC ĐƯỢC CẢI THIỆN

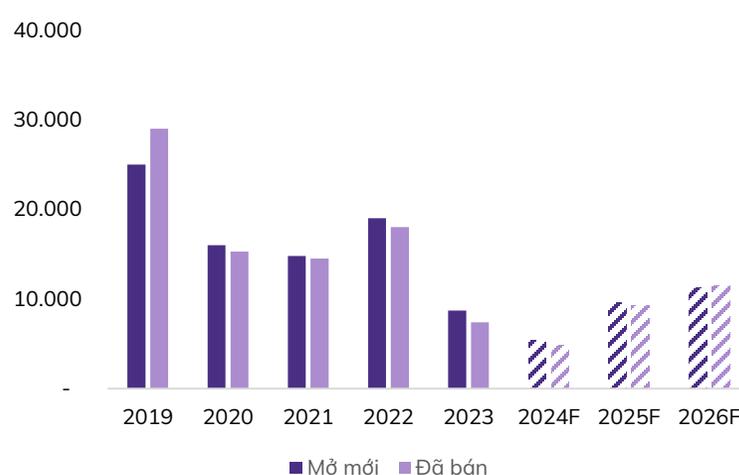
Ước tính dựa trên số liệu của CBRE trong 9T/2024, nguồn cung sơ cấp tại thị trường Hà Nội đạt hơn 19.000 căn hộ mới (là tổng nguồn cung chung cư mới lớn nhất ghi nhận được tại Hà Nội trong vòng 5 năm trở lại đây) với sự đóng góp lớn từ quỹ dự án của VHM (i) mở bán trực tiếp như Vinhomes Global Gate (Đông Anh) hoặc (ii) chuyển nhượng từng phần dự án cho các chủ đầu tư thứ cấp khác. Trong khi đó, thị trường sơ cấp tại TP.HCM lại tương đối ảm đạm so với Hà Nội, chủ yếu đến từ các dự án hiện hữu. Chúng tôi cho rằng sự khác biệt này có thể đến từ (i) “điểm nghẽn” pháp lý, (ii) xu hướng dịch chuyển dòng vốn đầu tư ra phía Bắc, đặc biệt Hà Nội có nhiều dư địa để gia tăng quỹ đất với các đại đô thị phía Tây và Đông thành phố cùng với cơ sở hạ tầng được phát triển hoàn thiện. Nguồn cung trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng sẽ tiếp tục cải thiện tích cực như thị trường Hà Nội trong Q4/2024 có thể mở bán thêm hơn 10.000 căn, nâng tổng số căn chung cư mở bán mới trong cả năm 2024 ước đạt gần 30.000 căn, gần gấp ba lần số căn mở bán trong năm 2023 hay thị trường TP.HCM dự kiến sẽ có gần 10.000 căn hộ chào bán mới trong năm 2025, tăng gần gấp đôi so với năm 2024 nhờ các yếu tố:

- **Thị trường Hà Nội tiếp tục duy trì được nguồn cung mới** từ các đại dự án Global Gate (Đông Anh) và Wonder Park (Đan Phượng) của Vinhomes hay các dự án mà chủ đầu tư thứ cấp mua lại từ quỹ đất tại Ocean Park (như The Metropolitan, The Senique,...). Các dự án mới từ năm 2025 sẽ tập trung chính ở các huyện ngoại thành như Đông Anh, Hoài Đức, Gia Lâm hay quận Hoàng Mai với cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh phát triển.
- **Cơ sở hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh** khi tập trung triển khai các dự án như đường Vành đai 3 tại TP.HCM, Vành đai 4 tại Hà Nội; triển khai các tuyến đường sắt metro nhằm kết nối giao thông tới trung tâm; các tuyến đường cao tốc Bắc – Nam dần dần hoàn thiện nhằm tăng khả năng kết nối giữa các vùng.

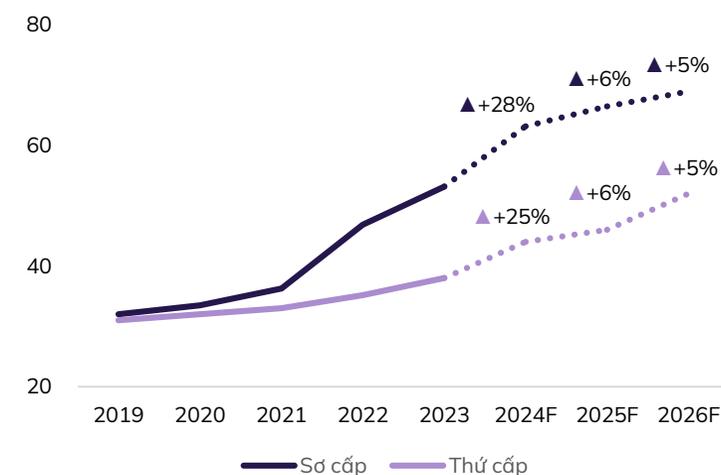
**Dự báo nguồn cung và tiêu thụ căn hộ tại Hà Nội**



**Dự báo nguồn cung và tiêu thụ căn hộ tại TP.HCM**



**Giá căn hộ sơ cấp và thứ cấp tại Hà Nội (triệu VND/m<sup>2</sup>)**



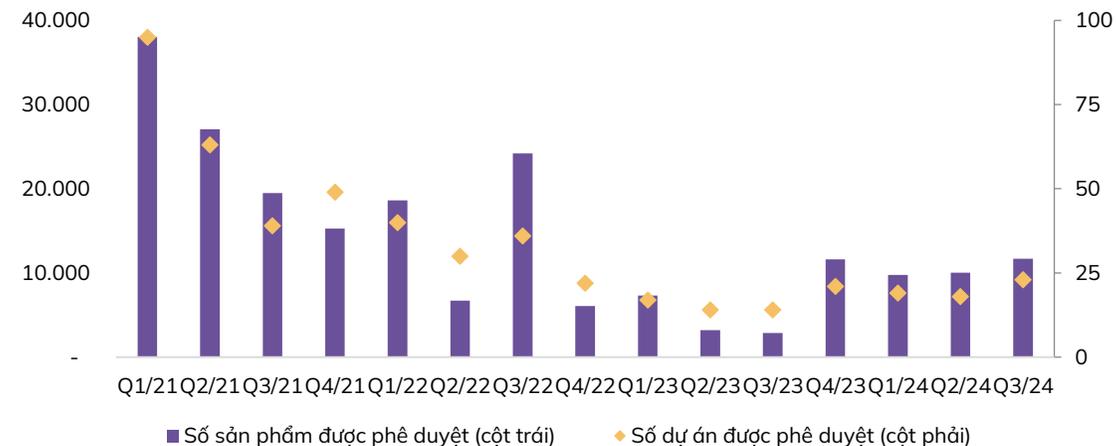
## ➤ NGUỒN CUNG TIẾP TỤC ĐƯỢC CẢI THIỆN (TIẾP)

➤ **Vấn đề pháp lý có những tín hiệu tích cực.** 3 bộ luật quan trọng liên quan đến ngành BĐS (Luật Đất đai, Luật Kinh doanh BĐS, Luật Nhà ở) sau khi chính thức có hiệu lực từ 01/08/2024 đã bắt đầu “thấm thấu” vào thị trường để giải quyết câu chuyện “tắc” pháp lý kéo dài từ năm 2017. Có thể kể đến một số dự án lớn đã được “cởi nút thắt” pháp lý thời gian gần đây như: Dự án Gem Riverside (Thủ Đức, TP.HCM) của DXG đã được cấp giấy phép xây dựng vào T9/2024 sau khi hoàn thành việc thanh toán bổ sung tiền sử dụng đất trong Q1/2024; Dự án Aqua City (Đồng Nai) của NVL hay Izumi City (Đồng Nai) của NLG đã được phê duyệt quy hoạch 1/10.000, làm tiền đề để chấp thuận quy hoạch chi tiết 1/500 có thể hoàn tất vào đầu năm sau, ...

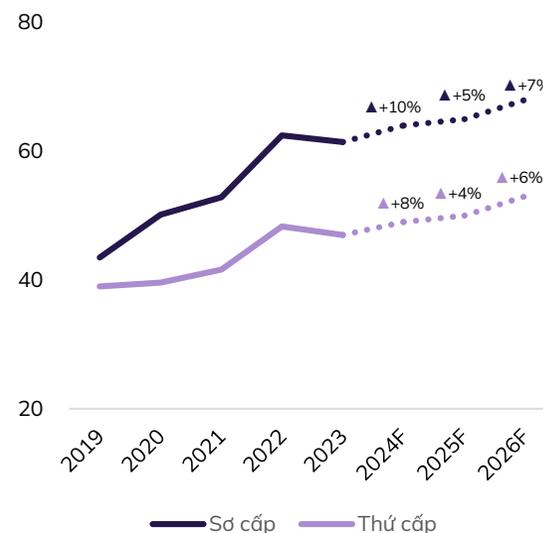
Thị trường BĐS phía Nam đang được hỗ trợ tích cực để phục hồi khi môi trường pháp lý đã có sự “thoải mái” hơn không chỉ ở TP.HCM mà các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Bình Dương, Long An. Hàng loạt các nghị định, thông tư hướng dẫn 3 luật BĐS sửa đổi mới được ban hành như Nghị định 71/2024 quy định về giá đất, Nghị định 88/2024 quy định về bồi thường khi thu hồi đất, Nghị định 103/2024 quy định về tiền sử dụng đất và tiền thuê đất, Quyết định 79/2024 về bảng giá đất tại địa bàn TP.HCM, ... Các hướng dẫn pháp lý sẽ góp phần đẩy nhanh việc phát triển dự án và bán hàng cho các chủ đầu tư trong thời gian tới.

Ngoài ra, xu hướng phát triển tại khu vực phía Nam sẽ dần có sự dịch chuyển ra các vùng đô thị xung quanh TP.HCM như Bình Dương, Long An, Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu, Cần Thơ khi chi phí triển khai dự án sẽ gia tăng do tác động của Luật Đất đai mới (tăng chi phí đất, chi phí GPMB).

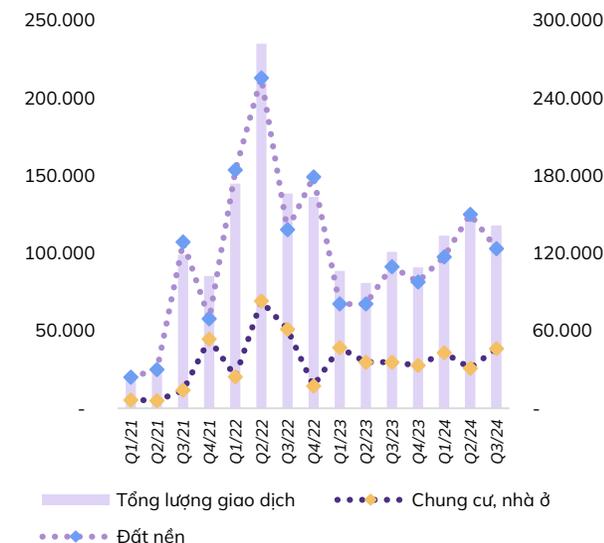
**Số dự án và sản phẩm được phê duyệt pháp lý dần tăng trở lại**



**Giá căn hộ sơ cấp và thứ cấp tại TP.HCM (triệu VND/m<sup>2</sup>)**



**Lượng giao dịch các sản phẩm BĐS giai đoạn 2021 – 2024**

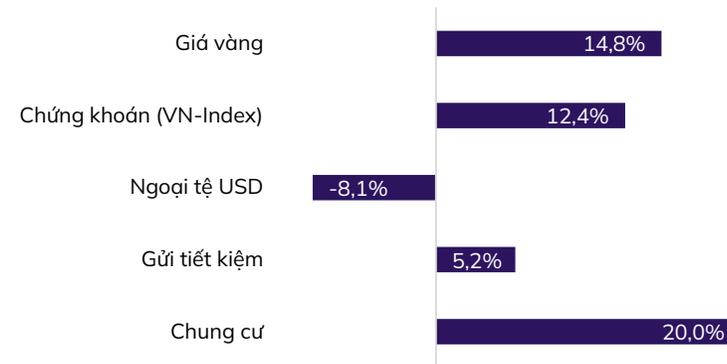


# ➤ DÒNG TIỀN ĐẦU TƯ BẮT ĐẦU TRỞ LẠI

➤ Dòng tiền đầu tư dự kiến sẽ trở lại trong năm 2025, tập trung vào phân khúc đầu tư dài hạn như biệt thự, nhà phố với hồ sơ pháp lý rõ ràng ở những vị trí thuận lợi:

- **Sự quan tâm của người mua đang có sự thay đổi.** Nếu như 2024 là năm tập trung vào “nhu cầu ở thực” thì chúng tôi đánh giá từ cuối năm 2024 sang năm 2025 sẽ chứng kiến sự dịch chuyển dòng tiền sang các phân khúc đầu tư, đặc biệt là dài hạn. Theo số liệu từ trang Batdongsan.com.vn, cuối Q3/2024, sản phẩm căn hộ chung cư có mức độ quan tâm cao nhất (tăng 4% so với Q1/2022) để phục vụ nhu cầu ở thật, đất nền và nhà thấp tầng cũng ghi nhận sự hồi phục. Ngoài ra, việc giá chung cư tại thị trường Hà Nội đã ở mức cao sau khi tăng mạnh trong nửa đầu năm, vượt qua khả năng chi trả của nhiều người có nhu cầu thực (phần lớn là người trẻ, mới lập gia đình), dòng tiền sẽ có xu hướng tìm sang phương thức đầu tư phù hợp hơn. Bên cạnh đó, dòng tiền cũng đang có xu hướng tìm kiếm cơ hội ở thị trường phía Nam sau thời gian tập trung ở Hà Nội.
- **Kênh đầu tư BĐS được chú trọng trong bối cảnh biến động của các sản phẩm khác.** Theo Viện nghiên cứu BĐS Việt Nam, bất động sản là kênh đầu tư có tỷ suất lợi nhuận ngắn hạn cao nhất trong hai năm qua lên tới 14%/năm. Trong năm 2024, thị trường chứng khoán có sự biến động – đặc biệt khi khối ngoại tiếp tục rút ròng với lượng kỷ lục; giá vàng sau giai đoạn tăng mạnh đã chững lại, trong bối cảnh ông Donald Trump đắc cử Tổng thống Mỹ khiến cho kỳ vọng giá vàng khó có thể tăng mạnh tiếp; lãi suất huy động và tiết kiệm trong nước vẫn được NHNN giữ ở mức thấp. Khi đó, dòng tiền có thể sẽ tìm tới kênh đầu tư truyền thống là bất động sản.

## Mức sinh lời các tài sản từ đầu năm 2024

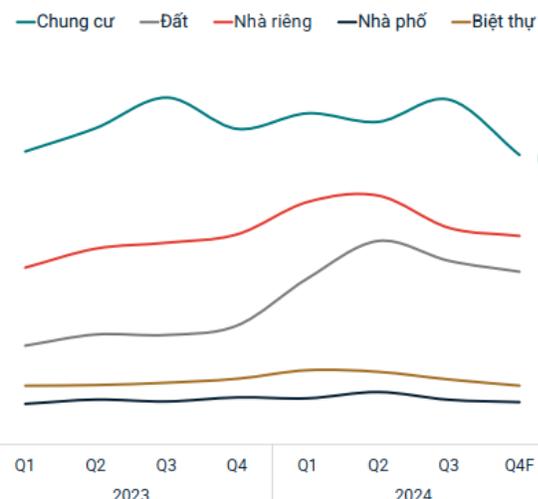


(\*) Giá chung cư tính theo giá thứ cấp tại thị trường Hà Nội

(\*\*) Lãi tiết kiệm là trung bình lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tại thời điểm 30/09/2024 của 26 ngân hàng trong hệ thống tại Việt Nam

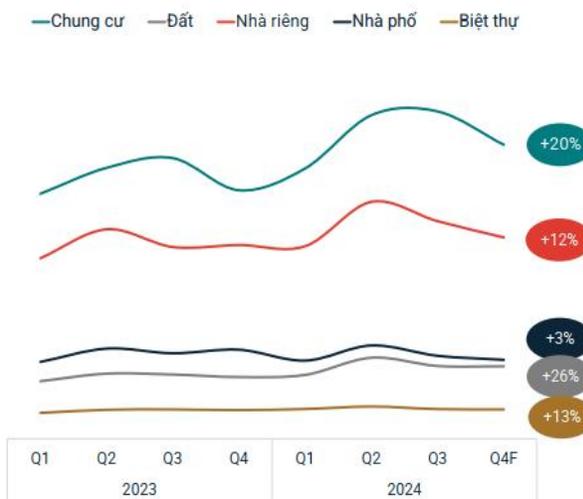
## Biến động mức độ quan tâm theo loại hình tại Hà Nội

Index, Q4/24 so với Q1/23



## Biến động mức độ quan tâm theo loại hình tại TP.HCM

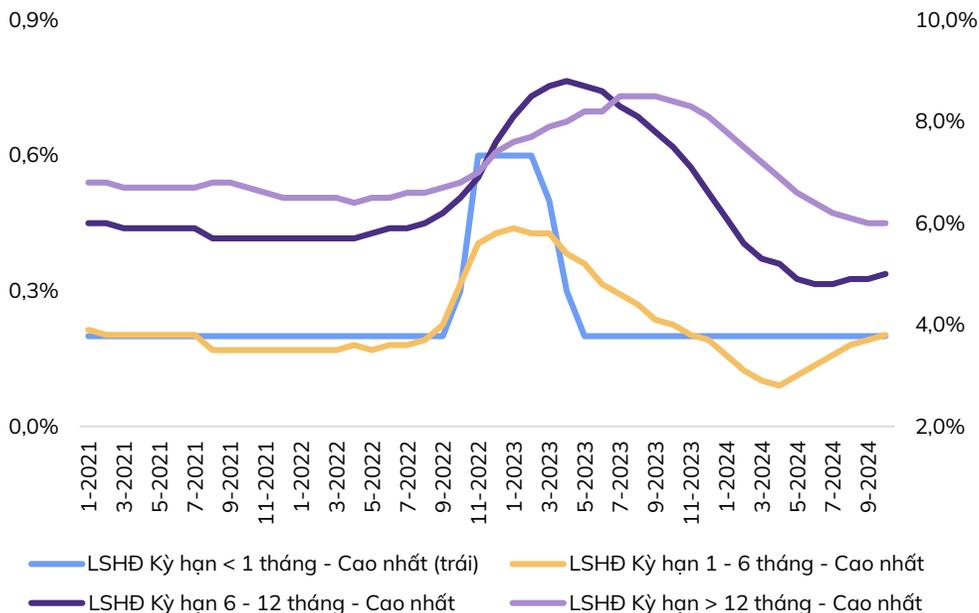
Index, Q4/24 so với Q1/23



# ↳ LÃI SUẤT TIẾP TỤC DUY TRÌ Ở MỨC THẤP

➤ Lãi suất duy trì ở mức thấp hỗ trợ người mua và người bán. Mặt bằng lãi suất trong nước tiếp tục được duy trì ở mức thấp trong năm 2024 để hỗ trợ cho các chủ đầu tư bất động sản và người mua nhà. Chúng tôi cho rằng, trong năm 2025, mặc dù lãi suất điều hành có thể có kịch bản điều chỉnh tăng (nếu tỷ giá tiếp tục ở mức cao và dự trữ ngoại tệ ở mức thấp) nhưng nhìn chung vẫn sẽ ở mức thấp, đặc biệt nếu so với giai đoạn 2022 – 2023. Theo đó, nhân tố lãi suất vẫn là nhân tố được xem là hỗ trợ cho thị trường BĐS trong năm 2025.

**Lãi suất huy động các kỳ hạn**



## Một số dự án đáng chú ý triển khai trong giai đoạn 2025 – 2026

### HÀ NỘI

Tổng nguồn cung: ~ 38.000 căn hộ



**Vinhomes Global Gate**  
(Đông Anh) – Vingroup  
Số căn hộ: 12.600



**Vinhomes Wonder Park**  
(Đan Phượng) – Vinhomes  
Số căn hộ: 3.500



**The Metropolitan**  
(Gia Lâm) – Mitsubishi Corp.  
Số căn hộ: 3.500



**The Senique (Ocean Park)**  
(Gia Lâm) – Capitaland  
Số căn hộ: 2.000

### TP.HCM

Tổng nguồn cung: ~ 29.000 căn hộ



**The Global City**  
(TP Thủ Đức) – Masterise  
Số căn hộ: 3.000



**Vinhomes Cần Giờ (GD1)**  
(Cần Giờ) – Vinhomes  
Số căn hộ: 3.000



**Gem Riverside**  
(Quận 2) – Đất Xanh  
Số căn hộ: 3.200



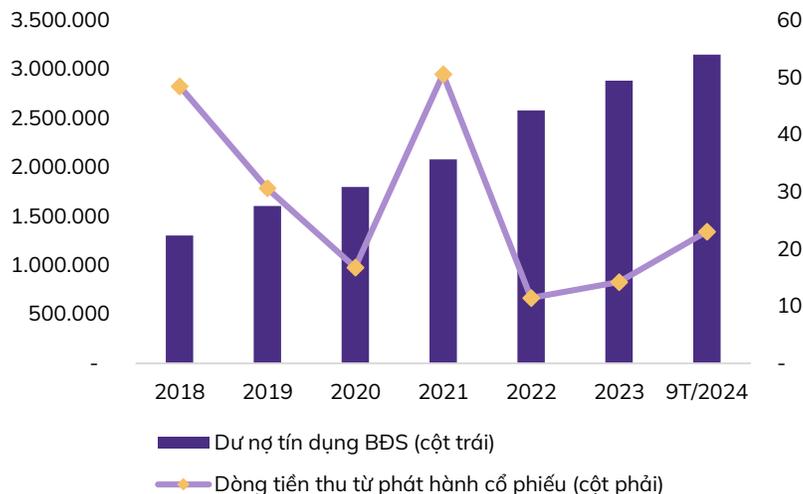
**Emerica & Clarita**  
(TP Thủ Đức) – Khang Điền  
Số căn hộ: 900

## ➤ Yêu cầu cao hơn khi huy động vốn.

- **Huy động vốn qua kênh trái phiếu và vay nợ ngân hàng** đã trở nên khó khăn hơn trong giai đoạn 2023 – 2024 khi dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS gặp khó bởi thị trường BĐS ảm đạm. Chúng tôi đánh giá việc kiểm soát huy động vốn vay sẽ chặt chẽ hơn với những yêu cầu về tỷ lệ nợ vay, pháp lý các dự án triển khai, tài sản đảm bảo, mục đích sử dụng vốn, ... Các doanh nghiệp có năng lực tài chính đảm bảo sẽ dễ dàng hơn trong việc huy động nợ vay. Điều này đã được thể hiện rõ trong năm 2024 (khi Nghị định 08/2023 hết hiệu lực và áp dụng trở lại Nghị định 65/2022), chỉ một số ít doanh nghiệp BĐS lớn niêm yết phát hành trái phiếu mới như VHM, NLG, DXG, VPI.
- **Tăng huy động vốn qua kênh cổ phiếu** được hỗ trợ khi thị trường BĐS khởi sắc. Trong năm 2024, một số chủ đầu tư như KDH, PDR hay HDC đã chào bán thành công cổ phiếu riêng lẻ để huy động vốn. Kênh phát hành cổ phiếu với ưu thế giúp doanh nghiệp giảm đòn bẩy tài chính, hoàn thiện sớm nghĩa vụ tiền sử dụng/thuê đất. Mặc dù vậy, để thu hút được nhà đầu tư, cũng đòi hỏi doanh nghiệp phải có triển vọng tốt với những dự án tiềm năng.
- **Xu hướng “góp gạo thổi cơm chung” theo đó tăng lên.** Với những khó khăn trong các kênh huy động vốn, nhiều doanh nghiệp đã chuyển đổi từ chiến lược “mua đứt bán đoạn” sang hợp tác làm ăn, “góp gạo thổi cơm chung”. Tính chung 9T/2024, có khoảng 11 thương vụ M&A được ghi nhận đã giao dịch thành công với giá trị hơn 1,8 tỷ USD (gấp 2 lần svck 2023).

➤ **Chi phí phát triển dự án gia tăng.** Các bộ luật mới bên cạnh những tác động tích cực cũng mang lại những thách thức cho thị trường, điển hình là câu chuyện bảng giá đất và chi phí phát triển dự án. Bảng giá đất sẽ được thay đổi để sát với giá thị trường hơn, theo đó làm tăng tiền sử dụng đất và chi phí GPMB. Các chủ đầu tư nhỏ và không có sẵn quỹ đất sẽ gặp khó khăn trong việc tìm kiếm dự án mới, biên lợi nhuận sẽ giảm xuống do chi phí tăng cao. Ngược lại, các CĐT lớn có sẵn quỹ đất sạch và năng lực tài chính tốt sẽ có lợi thế với nguồn sản phẩm dồi dào và đạt mức biên lợi nhuận tốt.

Các kênh huy động vốn của DN BĐS (nghìn tỷ VND)



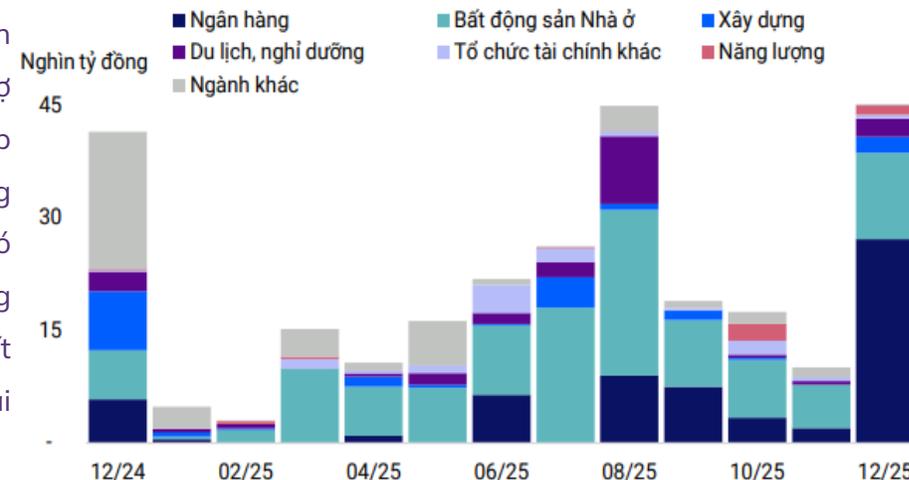
Một số giao dịch M&A lớn trong năm 2024

Dự án/Tài sản	Bên mua	Bên bán	Giá trị giao dịch
The One World	Sumitomo Forestr, Kumagai Gumi, NTT Group (Nhật Bản)	Kim Oanh Group	1 triệu USD
55% cổ phần SDI (cổ đông lớn gián tiếp của VRE)	Nhóm công ty: T.P.I.D, Falcon, Kinh doanh NP, Emerald BID (Việt Nam)	Vingroup	982 triệu USD
KĐT nhà ở Tân Thành Bình Dương	Sycamore Limited (công ty con của CapitaLand)	BCM	553 triệu USD
Paragon Đại Phước	Nishi Nippon Railroad	NLG	26 triệu USD
Toàn bộ cổ phần BĐS Lộc Minh	KDH	CTCP Đầu tư BĐS Lộc Minh	14 triệu USD

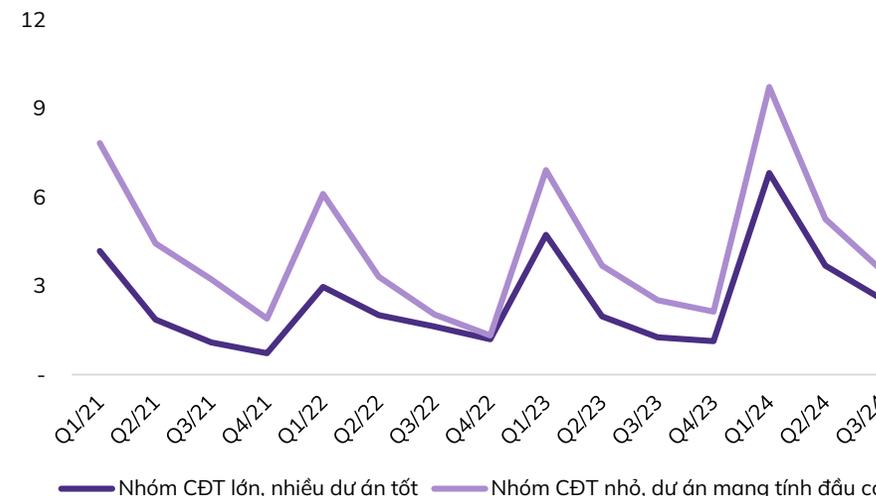
➤ Áp lực trái phiếu đáo hạn còn hiện hữu trong năm 2025 nhưng đã bớt rủi ro so với 2023. Tính đến hết T10/2024, tổng lượng trái phiếu phát hành là 333,4 nghìn tỷ đồng, trong đó các doanh nghiệp BĐS đã phát hành 59,3 nghìn tỷ đồng (chiếm gần 18%). T6/2025 sẽ là thời điểm đáo hạn nợ của nhiều lô trái phiếu theo hướng dẫn của Nghị định 08/2023 (cho phép trái chủ và doanh nghiệp đàm phán hoãn nợ thêm 2 năm). Ước tính trong năm 2025, giá trị trái phiếu đáo hạn khoảng 334.000 tỷ đồng, riêng ngành BĐS đạt khoảng 135 nghìn tỷ (chiếm 45%). Trong số này, ước tính có khoảng 21 nghìn tỷ đồng trái phiếu có nguy cơ chậm trả nợ gốc. Mặc dù vậy, áp lực trái phiếu trong năm 2025 không đáng lo ngại như thời điểm 2023 bởi những bối cảnh khác nhau. Tình trạng vỡ nợ ít có khả năng xảy ra do thị trường BĐS đã dần tích cực, khả năng bán hàng của các doanh nghiệp cải thiện giúp gia tăng dòng tiền cho doanh nghiệp.

➤ Khả năng trả nợ của các doanh nghiệp sẽ có sự phân hóa giữa nhóm có dòng tiền kinh doanh từ hoạt động bán hàng tốt, năng lực tài chính ổn định và nhóm sở hữu quỹ dự án có tính đầu cơ cao, khả năng trả nợ ở mức yếu.

Lượng trái phiếu đáo hạn hàng tháng theo nhóm ngành

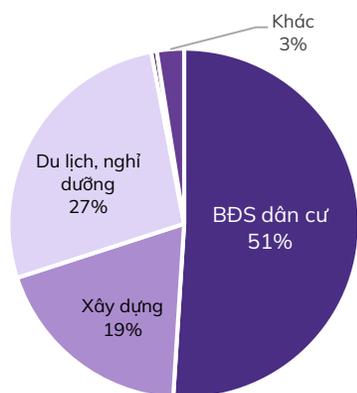


Tỷ lệ Tổng nợ vay/EBITDA thể hiện sự phân hóa khả năng trả nợ của các nhóm chủ đầu tư

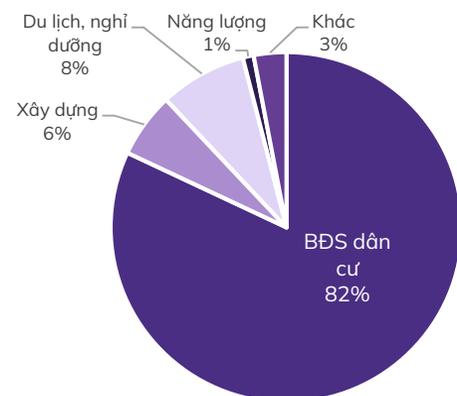


Lượng trái phiếu đáo hạn trong năm 2025 theo nhóm ngành

Trái phiếu có rủi ro cao



Trái phiếu đã chậm trả gốc, lãi



(\*) Số liệu không bao gồm NVL

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu KDH, NLG và PDR trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn và có sẵn dự án triển khai bán hàng trong thời gian tới.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp RNAV và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	KDH			NLG			PDR		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.088	3.596	5.640	3.181	5.780	5.850	618	1.106	4.100
<b>%YoY</b>	<b>-28%</b>	<b>72%</b>	<b>57%</b>	<b>-27%</b>	<b>82%</b>	<b>1%</b>	<b>-59%</b>	<b>79%</b>	<b>271%</b>
LNG	1.587	1.870	3.158	1.559	2.254	2.750	544	487	2.296
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>76%</b>	<b>52%</b>	<b>56%</b>	<b>49%</b>	<b>39%</b>	<b>47%</b>	<b>88%</b>	<b>44%</b>	<b>56%</b>
LNST	716	971	1.092	484	500	640	684	420	902
<b>% YoY</b>	<b>-35%</b>	<b>28%</b>	<b>32%</b>	<b>-8%</b>	<b>3%</b>	<b>28%</b>	<b>-40%</b>	<b>38%</b>	<b>22%</b>
EPS (đ/cp)	840	1.014	1.140	1.257	1.210	1.549	907	481	1.033
BVPS (đ/cp)	16.828	19.050	20.184	24.386	25.080	26.052	12.887	12.850	13.600
Nợ/VCSH (lần)	0,41	0,26	0,22	0,45	0,47	0,42	0,32	0,31	0,39
ROA (%)	3,0%	3,6%	6,1%	2,9%	3,0%	3,3%	3,1%	3,4%	2,8%
ROE (%)	5,3%	5,7%	8,8%	6,0%	6,2%	7,1%	7,7%	6,8%	6,4%

### CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 33.150 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 40.300 VNĐ (+21,6%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Bàn giao dự án The Privia** (Bình Tân, TP.HCM) giúp cải thiện KQKD năm 2024 – 2025 khi tổng doanh thu toàn bộ dự án đạt khoảng 3.000 tỷ đồng được ghi nhận từ Q4/2024 sang Q1/2025. Trước đó, dự án này đã ra mắt trong Q4/2023 và hoàn tất bán hàng sau 3 tháng mở bán.
- **Giai đoạn 2024 – 2026 sẽ là điểm rơi dòng tiền và doanh thu** của KDH với nhiều dự án trọng điểm. Bên cạnh dự án The Privia, từ cuối năm 2024 sang 2025, KDH có thể tiếp tục mở bán 2 dự án nằm trong liên doanh với Keppel là Emeria và Clarita với các sản phẩm thấp tầng được mở bán trước, tiếp đó trong năm 2025 sẽ mở bán các căn hộ cao tầng. Ngoài ra, dự án The Solina và cho thuê đất KCN Lê Minh Xuân cũng sẽ là dự án trọng điểm triển khai bán thời gian tới. Như vậy, với số lượng các dự án sẵn sàng mở bán dồi dào, dòng tiền bán bất động sản và doanh số bán hàng của KDH có thể tăng mạnh trong giai đoạn từ 2024 – 2026, qua đó thúc đẩy kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- **Giá bán bất động sản tiếp tục giữ ở mức cao.** Trong năm 2024, thị trường BĐS Hà Nội ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ hơn TP.HCM với nguồn cung mới lớn và giá tăng mạnh. Giá chung cư tại Hà Nội đã tiệm cận và ngang bằng với giá chung cư tại TP.HCM. Tuy nhiên từ Q3/2024, giá chung cư tại TP.HCM đã có sự phục hồi. Chúng tôi cho rằng thời gian tới giá chung cư tại TP.HCM sẽ tiếp tục tăng trong bối cảnh nguồn cung còn hạn chế, KDH với lượng lớn dự án tại thị trường này, có thể được hưởng lợi khi tỷ lệ hấp thụ ở mức tốt với giá bán cao, góp phần cải thiện KQKD của doanh nghiệp.
- **Trong dài hạn, với vị thế là chủ đầu tư với quỹ đất lớn**, năng lực tài chính tốt, khi yêu cầu với các chủ đầu tư chặt chẽ hơn, chi phí phát triển dự án tăng (chi phí GPMB, tiền sử dụng đất, ...) theo tác động của các luật mới của ngành BĐS, KDH còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng với vị thế tốt.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và tỷ lệ hấp thụ dự án.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.

### CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 38.450 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 45.200 VNĐ (+17,6%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Triển vọng KQKD tích cực trong giai đoạn cuối năm 2024** khi NLG bàn giao lượng sản phẩm lớn tại dự án Akari City (GĐ2) với khoảng hơn 1.000 căn hộ, doanh thu hơn 3.000 tỷ đồng bên cạnh doanh số bán hàng tích cực tại dự án Nam Long Central Lake tại Cần Thơ. Ngoài ra, trong năm 2025, hoạt động bán hàng của NLG có thể hồi phục mạnh hơn khi thị trường BĐS phía Nam khởi sắc và nguồn cung tại khu vực này còn hạn chế, NLG sở hữu lượng sản phẩm sẵn sàng mở bán dồi dào.
- **NLG sở hữu quỹ đất dồi dào, sẵn sàng cho chu kỳ mới.** Với quỹ đất sạch rộng lớn hơn 680ha chủ yếu tập trung trong các khu đô thị và dân cư trọng điểm tại TP.Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Long An, Hải Phòng, Cần Thơ và danh mục sản phẩm đa dạng. Đây là quỹ dự án hấp dẫn nhờ việc hướng tới nhu cầu thực, pháp lý tốt cùng uy tín và năng lực chuyên môn chủ đầu tư của NLG. Với quỹ đất sạch hiện tại, NLG có thể tiếp tục cung cấp sản phẩm ra thị trường trong 5 năm tiếp theo. Mới đây, dự án trọng điểm Izumi City (Đồng Nai) (170 ha) của NLG đã được phê duyệt quy hoạch tổng thể 1/10.000 làm tiền đề cho các bước tiếp theo mở bán giai đoạn 2025 – 2026. Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh yêu cầu với các chủ đầu tư chặt chẽ hơn, chi phí phát triển dự án tăng (chi phí GPMB, tiền sử dụng đất, ...) theo tác động của các luật mới của ngành BĐS, NLG với quỹ đất lớn đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính, còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng với vị thế tốt.
- **NLG cũng thường xuyên duy trì tình hình tài chính lành mạnh**, cố tức tiền mặt ổn định, ưu tiên về quản trị doanh nghiệp và sản phẩm đa dạng trong phân khúc trung cấp, được hỗ trợ bởi nhu cầu ở thực lớn.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và tỷ lệ hấp thụ dự án.
- Thị trường BĐS lân cận TP.HCM phục hồi chậm hơn dự kiến.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.

### CTCP PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN PHÁT ĐẠT (PDR – HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 21.200 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 24.100 VNĐ (+13,7%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Doanh số bán hàng thời gian tới khởi sắc** nhờ mở bán tại 2 dự án Bắc Hà Thanh (dự kiến trong Q4/2024) và Bình Dương Tower (dự kiến trong Q1/2025). Theo đó, sẽ hỗ trợ về dòng tiền cũng như kết quả kinh doanh cho doanh nghiệp sau 9T/2024 khó khăn, là cơ sở để tiếp tục phát triển các dự án tiếp theo.
- **Hoàn thành tái cấu trúc toàn diện và chuẩn bị cho chu kỳ mới của thị trường BĐS.** PDR đã xử lý hoàn toàn nợ trái phiếu trong giai đoạn 2023 – 2024, đưa nợ vay về tỷ lệ trung bình, tích cực thu hồi các khoản phải thu và thoái vốn tại các dự án không hiệu quả. Doanh nghiệp tập trung chiến lược vào phát triển các dự án BĐS đáp ứng nhu cầu thực và pháp lý dự án, mô hình bán lẻ sản phẩm. Dòng tiền thu được sẽ dùng để triển khai các dự án BĐS nghỉ dưỡng gối đầu trong vài năm tới khi thị trường chung khởi sắc. Sự tiến triển về tình trạng các dự án của PDR có thể thấy rõ trong thời gian vừa qua ở loạt dự án Bắc Hà Thanh, Thuận An 1&2, ...
- **Thị trường BĐS phía Nam dự kiến khởi sắc hơn trong năm 2025.** Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi của thị trường BĐS phía Bắc và Hà Nội khi nguồn cung bắt đầu cải thiện và giá tăng đáng kể trong khi thị trường phía Nam có phần ảm đạm hơn. Dự kiến trong thời gian tới khi thị trường BĐS phía Nam hồi phục, trong bối cảnh nguồn cung các dự án tại TP.HCM ngày càng hạn chế, nguồn sản phẩm tại các tỉnh thành lân cận như Bình Định, Bình Dương của PDR sẽ được hưởng lợi.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro chung của chu kỳ ngành BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và tỷ lệ hấp thụ dự án.
- Thị trường BĐS lân cận TP.HCM phục hồi chậm hơn dự kiến.
- Tiến độ bàn giao các dự án và thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến. Đặc biệt các dự án condotel của PDR vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý.

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Trước ngưỡng cửa bứt phá

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

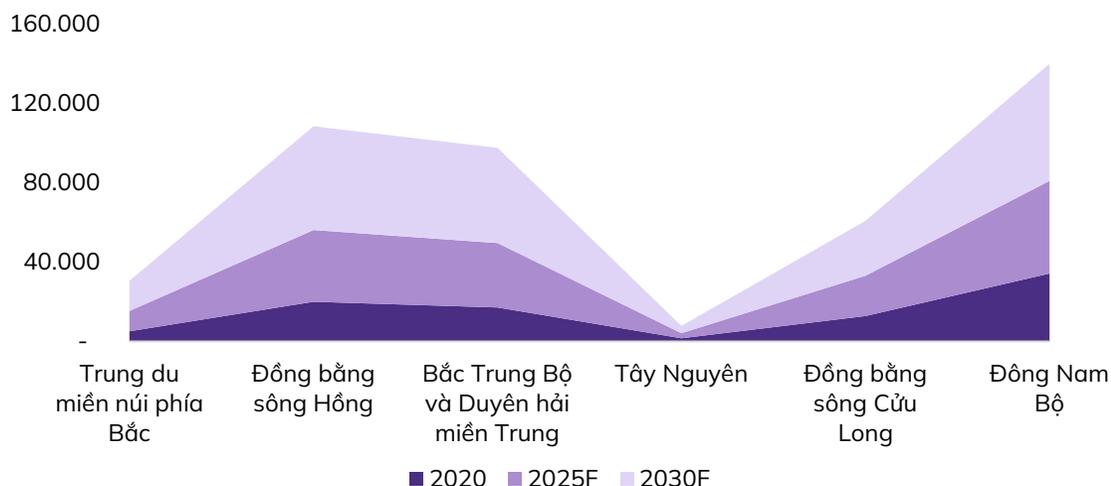


# ➤ NGUỒN CUNG ĐẤT KHU CÔNG NGHIỆP TIẾP TỤC TĂNG THỜI GIẠN TỚI

Trong kế hoạch phát triển thời gian tới đến cuối năm 2030, Chính phủ đề ra mục tiêu phát triển diện tích đất KCN đạt trên 210 nghìn ha (tăng hơn 2 lần so với mục tiêu cuối năm 2020). Triển vọng tăng trưởng đáng kể nguồn cung đất này dựa trên các yếu tố:

➤ **Mở rộng quỹ đất sử dụng tới 2025 theo Quyết định 227.** Trong tháng 3 năm 2024, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh quy hoạch sử dụng quỹ đất tới năm 2025 được đề cập tại Quyết định 326/QĐ-TTg (ban hành năm 2022). Theo đó, Quyết định 227/QĐ-TTg tập trung điều chỉnh tại một số địa phương có tỷ lệ cho thuê đất KCN cao, tạo dư địa để mở rộng thêm quỹ đất mới tại các tỉnh như Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương hay Bình Phước. Dự kiến trong giai đoạn 2025 – 2030, quỹ đất KCN sẽ tiếp tục được mở rộng với trọng tâm là khu vực Đồng bằng sông Hồng, Bắc Trung Bộ và Đông Nam Bộ.

**Quy hoạch sử dụng đất KCN theo các khu vực (ha)**



## Quỹ đất sử dụng tại các tỉnh theo Quyết định 227 và Quyết định 336

Địa phương	Một số CĐT KCN niêm yết	Quỹ đất sử dụng tới 2025 (QĐ 326)	Quỹ đất sử dụng tới 2025 (QĐ 227)	Chênh lệch giữa QĐ 227 và QĐ 326	Quỹ đất sử dụng tới 2025 (QĐ 326)
<b>Miền Bắc</b>					
Hà Nội	VCG	2.787	2.787	-	3.828
Bắc Ninh	KBC, VGC, IDC	4.760	5.540	780	6.408
Hải Phòng	KBC, IDC	7.262	7.262	-	8.710
Hưng Yên	VGC, KBC, HPG	3.849	4.209	360	5.021
Vĩnh Phúc	IDV, SHI	3.037	3.187	150	4.815
Quảng Ninh	VGC, KBC	3.658	3.808	150	5.904
Hải Dương	KBC, VGC, AAA	3.115	3.385	270	5.661
Thái Nguyên	KBC, VGC, TNG	3.286	2.953	(333)	4.245
Bắc Giang	KBC	3.377	3.377	-	7.000
<b>Miền Trung</b>					
Đà Nẵng	KBC	2.023	2.023	-	2.412
Quảng Nam		2.525	2.725	200	3.524
Quảng Ngãi		2.662	2.352	(310)	3.157
<b>Miền Nam</b>					
TP.HCM	SIP, KBC, ITA	5.021	5.021	-	5.918
Bình Dương	BCM, GVR, PHR, NTC	11.990	11.990	-	14.990
Đồng Nai	GVR, SIP, SNZ, TID, IDC	12.470	12.470	-	18.543
Long An	IDC, KBC, LHG	10.479	10.479	-	12.433
Bà Rịa – Vũng Tàu	IDC, SZC, GVR	8.550	8.079	(471)	10.755
Bình Phước	BCM, GVR, DPR	4.258	4.908	650	7.584
Tây Ninh	SIP, GVR	3.580	3.580	-	4.269

# ➤ NGUỒN CUNG ĐẤT KHU CÔNG NGHIỆP TIẾP TỤC TĂNG THỜI GIẠN TỚI (TIẾP)

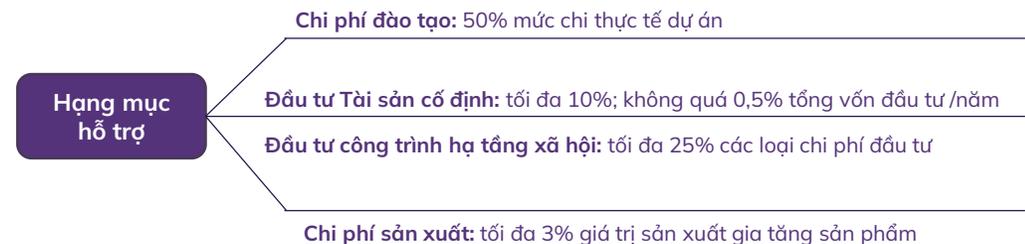
➤ **Xây dựng hành lang pháp lý để phát triển KCN.** Hiện tại, các văn bản quy định trực tiếp liên quan đến KCN mới chỉ dừng ở cấp nghị định (tiêu biểu là Nghị định 35/2022/NĐ-CP về phát triển, quản lý và vận hành KCN). Khung pháp lý được điều chỉnh ở nhiều luật khác nhau (như Luật Đầu tư, Luật Đất đai, Luật Xây dựng) nhưng có một số quy định chưa thống nhất, dẫn tới làm chậm tiến độ phê duyệt, phát triển các dự án KCN. Bộ Kế hoạch và Đầu tư đang xây dựng, tham mưu cho Chính phủ thông qua đề nghị xây dựng Luật Khu công nghiệp, khu kinh tế với nội dung chính tập trung vào (i) tính đồng nhất trong quy hoạch phát triển KCN; (ii) bổ sung quy định về ưu đãi, chính sách hỗ trợ với nhà đầu tư, doanh nghiệp; (iii) đảm bảo thúc đẩy kết nối hạ tầng KCN. Ngoài ra, Bộ Kế hoạch và Đầu tư cũng đang sửa đổi Luật Quy hoạch 2017 để giảm sự chồng chéo trong quy hoạch; tăng phân cấp, phân quyền cho UBND cấp tỉnh khi phê duyệt quy hoạch, qua đó giúp giảm thời gian triển khai các dự án mới.

➤ **Lập Quỹ Hỗ trợ đầu tư khi áp thuế tối thiểu toàn cầu (GMT).** Việt Nam chính thức áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu từ đầu năm 2024 với mức thuế suất tối thiểu 15% cho các doanh nghiệp có doanh thu hợp nhất trên 750 triệu euro trở lên trong 2 năm của 4 năm liền kề gần nhất. Để duy trì sức hấp dẫn của Việt Nam trong thu hút FDI, Chính phủ đang xây dựng dự thảo Nghị định về việc thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư (được tài trợ một phần bởi nguồn thu từ GMT) để hỗ trợ cho các doanh nghiệp công nghệ cao (bán dẫn, AI), dự án đầu tư trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) nhằm thu hút, giữ chân các tập đoàn lớn trong lĩnh vực này.

## Quy trình thủ tục pháp lý thực hiện dự án KCN



Doanh nghiệp được áp dụng Quỹ hỗ trợ đầu tư	Điều kiện được hưởng
Có dự án đầu tư trong lĩnh vực sản xuất sản phẩm công nghệ cao	(i) dự án có vốn tối thiểu 12.000 tỷ đồng hoặc doanh thu ít nhất 20.000 tỷ đồng một năm. (ii) hoàn thành giải ngân tối thiểu 12.000 tỷ đồng trong 5 năm hoặc 10.000 tỷ đồng trong 3 năm kể từ ngày được cấp Giấy chứng nhận đầu tư (IRC) hoặc chấp thuận chủ trương đầu tư
Doanh nghiệp công nghệ cao	
Có dự án ứng dụng công nghệ cao	
Có dự án đầu tư trung tâm nghiên cứu và phát triển	(i) dự án có vốn đầu tư trên 3.000 tỷ đồng (ii) hoàn thành giải ngân tối thiểu 1.000 tỷ đồng trong 3 năm kể từ ngày được cấp IRC hoặc chấp thuận chủ trương đầu tư



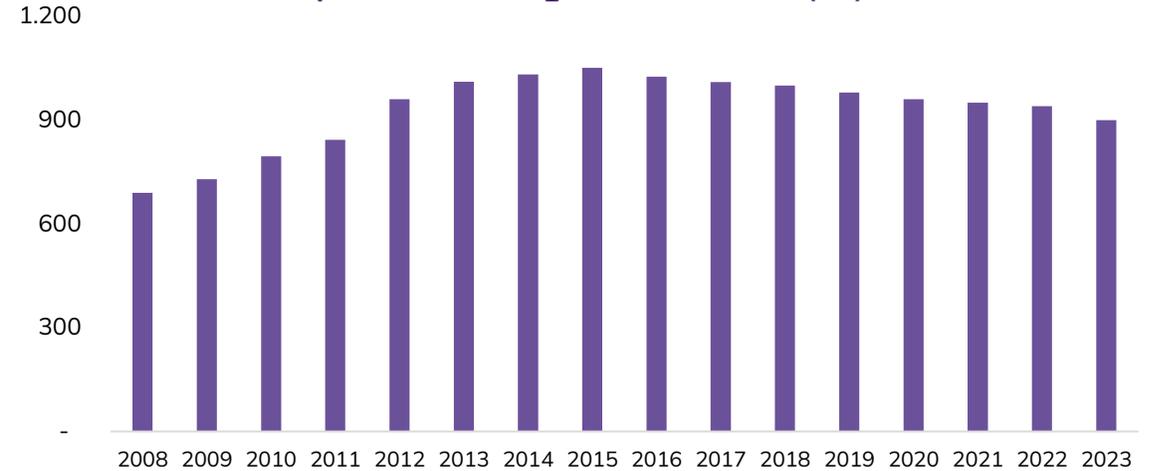
## ➤ Chuyển đổi đất trồng cao su sang đất KCN, tập trung khu vực phía Nam.

Dự kiến trong giai đoạn 2021 – 2030, nguồn cung đất KCN, chủ yếu ở khu vực phía Nam sẽ được bổ sung một lượng lớn từ chuyển đổi đất trồng cây cao su. Theo Quy hoạch các khu công nghiệp Đồng Nai, diện tích KCN được Thủ tướng phê duyệt sử dụng đất cao su chuyển đổi đến 2025 là gần 7.000 ha (tương đương 91% tổng diện tích) và 2.000 ha trong giai đoạn 2025 – 2030 (chiếm 48% tổng diện tích). Đồng thời, diện tích đất cao su chuyển sang khu công nghiệp trong giai đoạn đến 2025 của Bình Dương và Bình Phước, Bà Rịa – Vũng Tàu ước đạt khoảng từ 3.000 – 4.000 ha mỗi địa phương.

**Tiềm năng:** việc chuyển đổi đất trồng cao su sang làm đất cho thuê KCN có nhiều lợi thế như: (i) diện tích đất thửa lớn giúp việc đền bù GPMB sẽ diễn ra nhanh chóng khi thống nhất được phương án xác định giá đất, (ii) giảm chi phí san lấp mặt bằng vì đất cao su có độ cứng cao. Trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy tại các KCN phía Nam ở mức cao (như tại Bình Dương hay Đồng Nai có tỷ lệ trên 90%), nguồn cung mới khá hạn chế thì quỹ đất trồng cao su rộng lớn khi được chuyển đổi sang làm đất công nghiệp sẽ là động lực hỗ trợ cho khu vực này.

**Hạn chế:** Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý về vấn đề pháp lý khi chuyển đổi mục đích sử dụng đất có thể kéo dài, mặc dù Luật Đất đai sửa đổi 2024 đã có hiệu lực từ 01/08/2024 nhưng cần thêm thời gian để ban hành và hướng dẫn áp dụng các văn bản hướng dẫn dưới luật, đặc biệt với một vấn đề “nhạy cảm” là xác định giá đất. Bên cạnh việc xác định tiền thuê đất, việc phê duyệt chuyển đổi mục đích sử dụng đất cũng có thể bị kéo dài.

Diện tích đất trồng cao su cả nước (ha)



Diện tích đất trồng cao su chuyển đổi tại một số địa phương 2025 – 2030

Địa phương	Dự kiến năm 2025 (ha)	Dự kiến năm 2030 (ha)
Đồng Nai	6.760	1.641
Bình Dương	1.749	2.893
Bình Phước	3.144	8.931
Bà Rịa – Vũng Tàu	1.643	2.290

Một số công ty có diện tích chuyển đổi đất cao su lớn đến 2025

Công ty	Tỷ lệ năm giữ GVR	Diện tích chuyển đổi (ha)
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR)	100%	25.000
Tổng Công ty Cao su Đồng Nai	100%	18.100
CTCP Cao su Phước Hòa (PHR)	66,6%	6.010
CTCP Cao su Tân Biên	98,5%	2.211
CTCP Cao su Đồng Phú (DPR)	55,8%	2.000

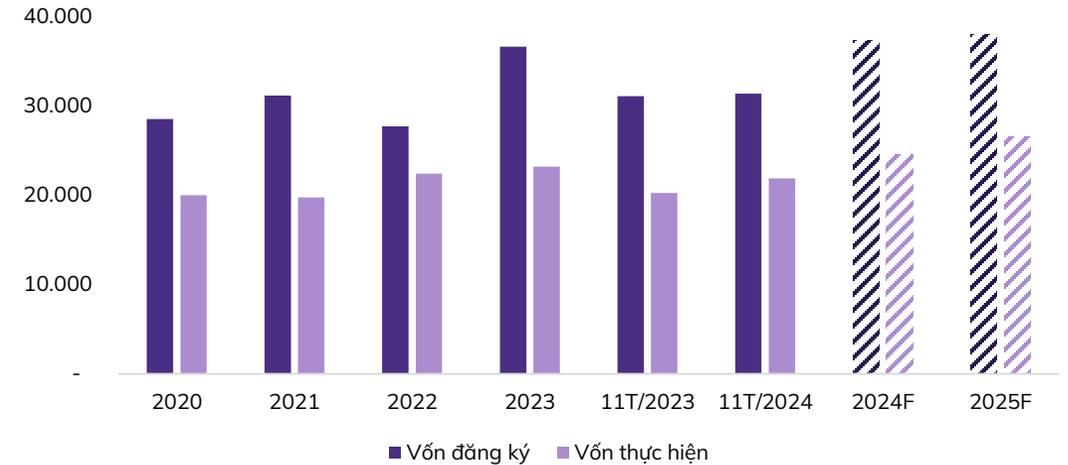
# DIỆN TÍCH CHO THUÊ ĐẤT KCN PHỤC HỒI TRONG NĂM 2025

Sau sự tăng trưởng tích cực trong năm 2023, năm 2024 ghi nhận sự chậm lại của diện tích đất cho thuê KCN do những biến động như (i) cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ ảnh hưởng đến quyết định địa điểm đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài, (ii) sự thay đổi trong các vị trí quan trọng tại Trung ương và địa phương, (iii) nguồn cung đất cho thuê mới có phần hạn chế tại khu vực phía Nam, (iv) sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của một số nước trong khu vực như Indonesia hay Ấn Độ. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng trong năm 2025 sẽ ghi nhận sự phục hồi đến từ một số yếu tố sau:

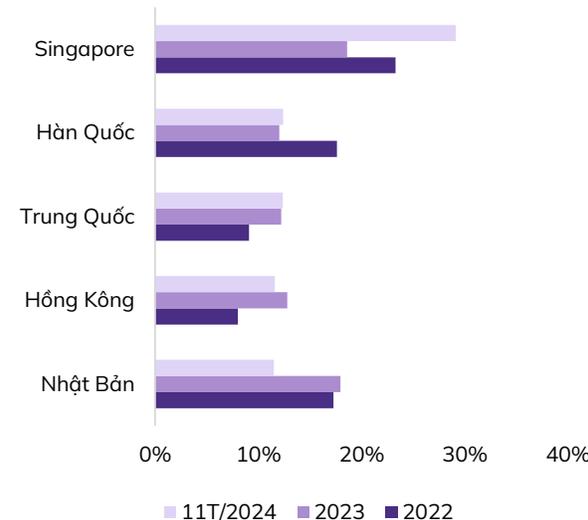
➤ **Hoàn tất bầu cử Tổng thống Mỹ giúp các nhà đầu tư sớm đưa ra quyết định.** Ông Donald Trump đã chính thức đắc cử Tổng thống Mỹ sau cuộc bầu cử trong T11/2024 và sẽ chính thức nhậm chức trong T1/2025. Hàng loạt chính sách mới sẽ được ban hành dưới thời Tổng thống Trump, trong đó đáng chú ý về việc tăng thuế nhập khẩu với hàng hóa từ Trung Quốc có thể lên đến 60%. Việc môi trường chính trị ổn định hơn tại Mỹ và các chính sách được công bố sẽ giúp các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư phù hợp.

➤ **Làn sóng FDI tiếp tục tích cực.** Lũy kế 11T/2024, tổng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đạt gần 31,4 tỷ USD (+1% svck), vốn thực hiện đạt khoảng 21,68 tỷ USD (+7,1% svck). Singapore tiếp tục dẫn đầu các quốc gia đầu tư vào Việt Nam, chiếm 29,1% tổng vốn đầu tư và tăng 53,7% svck. Kế tiếp là Hàn Quốc, Trung Quốc, Hong Kong, ... Bắc Ninh là địa phương dẫn đầu dòng vốn đầu tư khi chiếm 16%, tăng gấp hơn 3 lần svck. Bên cạnh Bắc Ninh, 9 địa phương khác (như Quảng Ninh, TP.HCM, Bình Dương, ...) đã chiếm tới gần 70% vốn đầu tư cả nước. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu về thu hút vốn FDI (chiếm 64,4%), sẽ tiếp tục là ngành dẫn dắt cho sự phát triển cho các KCN trên cả nước.

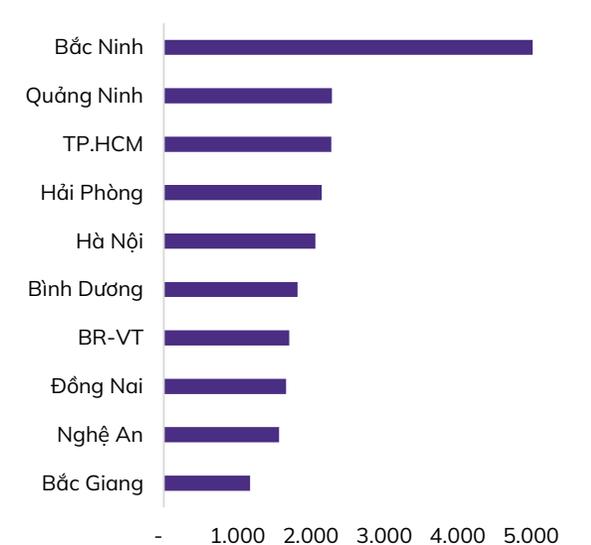
Vốn FDI đầu tư vào Việt Nam (triệu USD)



Các quốc gia có vốn đầu tư FDI lớn nhất đến 11T/2024



Các địa phương dẫn đầu về đầu tư FDI đến 11T/2024



# DIỆN TÍCH CHO THUÊ ĐẤT KCN PHỤC HỒI TRONG NĂM 2025 (TIẾP)

➤ **Làn sóng FDI tiếp tục tích cực (tiếp).** Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tích cực theo chiến lược “Trung Quốc +1”. Việt Nam vẫn là điểm đến ưa thích của dòng vốn đầu tư nước ngoài, đặc biệt trong bối cảnh ông Donald Trump đắc cử Tổng thống Mỹ nhiệm kỳ 2025 – 2029, mức thuế suất cao (có thể lên đến 60%) dự kiến sẽ được áp dụng với Trung Quốc sẽ tiếp tục khiến dòng vốn đầu tư chảy ra khỏi quốc gia này để tìm đến các quốc gia khác trong khu vực – trong đó Việt Nam là điểm đến tiêu biểu với nhiều ưu thế (phân tích ở bên dưới) cùng với mối quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ. Chúng tôi đánh giá vốn FDI thực hiện có thể tiếp tục tăng trưởng nhưng mức tăng sẽ chậm lại ở mức 2-3% trong giai đoạn 2025 – 2027 khi trong những năm vừa qua, Việt Nam cũng đã liên tục vươn lên, cải thiện chuỗi giá trị trong giai đoạn chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

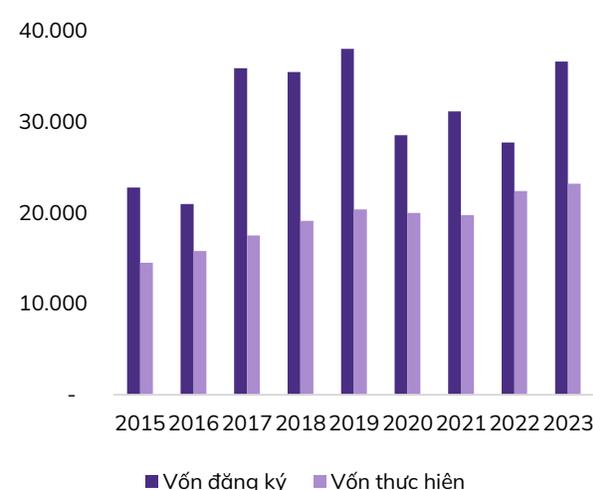
Nhiều tập đoàn công nghệ lớn đang có kế hoạch cụ thể để dịch chuyển dây chuyền sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam như Apple, Luxshare, Pegatron, Wistron, ... JPMorgan ước tính Apple sẽ chuyển 65% AirPods, 20% iPad, 20% Apple Watch và 5% tỷ lệ sản xuất MacBook sang Việt Nam cuối năm 2025. Một số nhà sản xuất điện tử lớn cũng đang có kế hoạch chuyển tới Việt Nam trong những năm tới như Dell, Google, Microsoft, Lenovo,...

➤ **Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rủi ro với kịch bản Tổng thống Donald Trump áp thuế nhập khẩu với Việt Nam cao.** Năm 2023, Việt Nam đứng thứ 3 trong danh sách các quốc gia thâm hụt thương mại với Mỹ (sau Trung Quốc và Mexico). Nếu Việt Nam bị áp dụng mức thuế cao hơn so với một số quốc gia khác có thể sẽ làm giảm sức hấp dẫn với dòng vốn đầu tư nước ngoài.

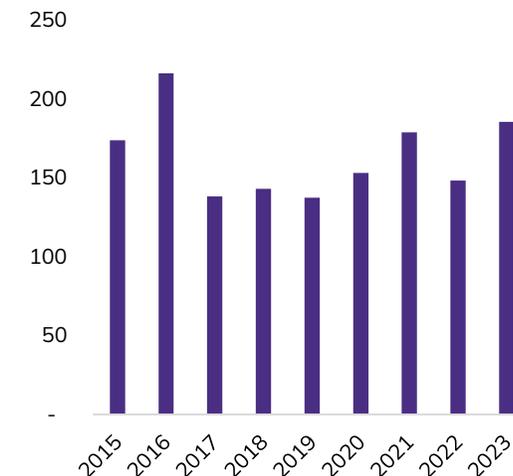
Một số dự án đầu tư lớn đáng chú ý thời gian tới

Doanh nghiệp	Quốc gia	Lĩnh vực	Vốn đầu tư (triệu USD)	KCN	Chủ đầu tư
Talway	Trung Quốc	Phụ tùng ô tô	700	Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh)	KBC
LITE-ON Technology	Đài Loan	Thiết bị điện tử	690	Sông Khoai (Quảng Ninh)	Amata
Fulian Precision Technology Component	Đài Loan	Máy tính, điện tử	621	Quang Châu (Bắc Giang)	KBC
Mega Textile	Singapore	Dệt may	590	Thọ Lộc (Nghệ An)	VSIP
Kumho Tire	Hàn Quốc	Lốp xe	308	Mỹ Phước 3 (Bình Dương)	BCM
Tripod	Trung Quốc	Mạch điện tử	250	Châu Đức (BR-VT)	SZC
Foxconn	Đài Loan	Thiết bị điện tử	246	Sông Khoai (Quảng Ninh)	Amata
CS Wind	Hàn Quốc	Điện gió	200	Đông Nam Á (Long An)	Đông Tâm

Vốn FDI đầu tư vào Việt Nam (triệu USD)



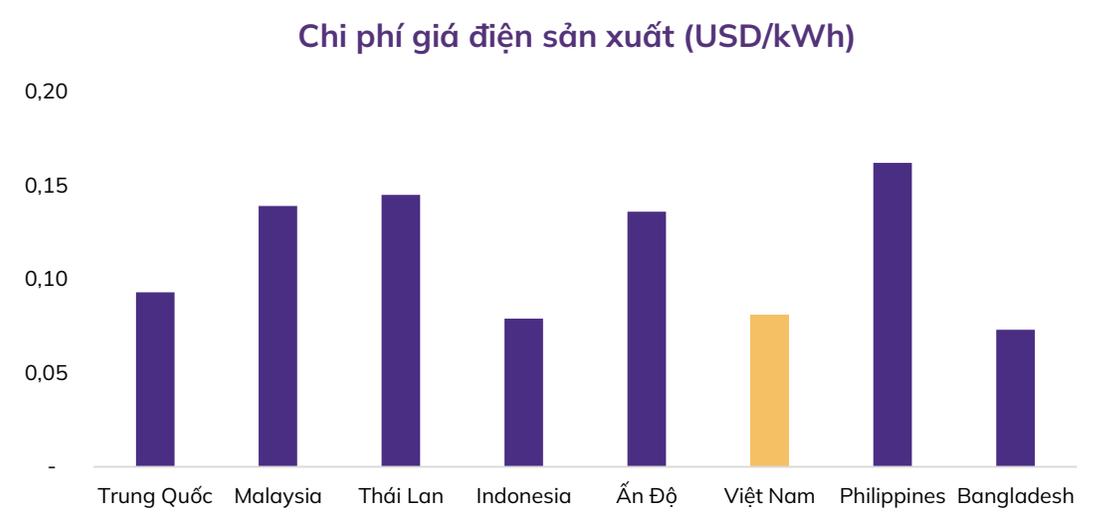
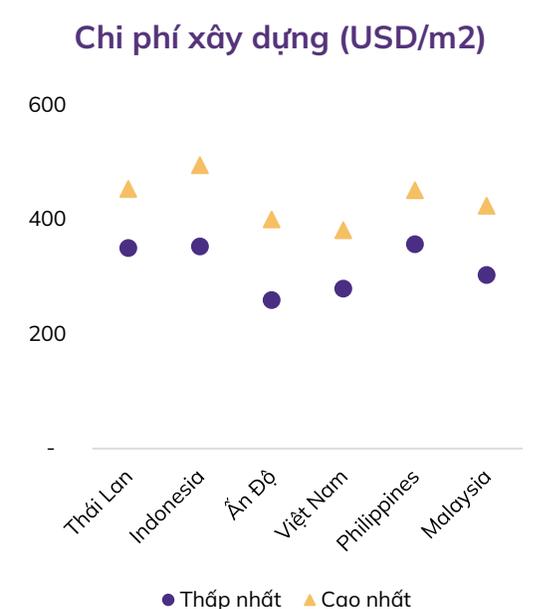
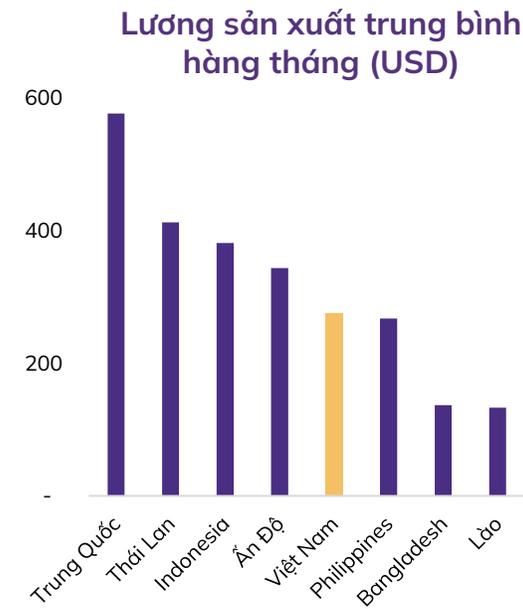
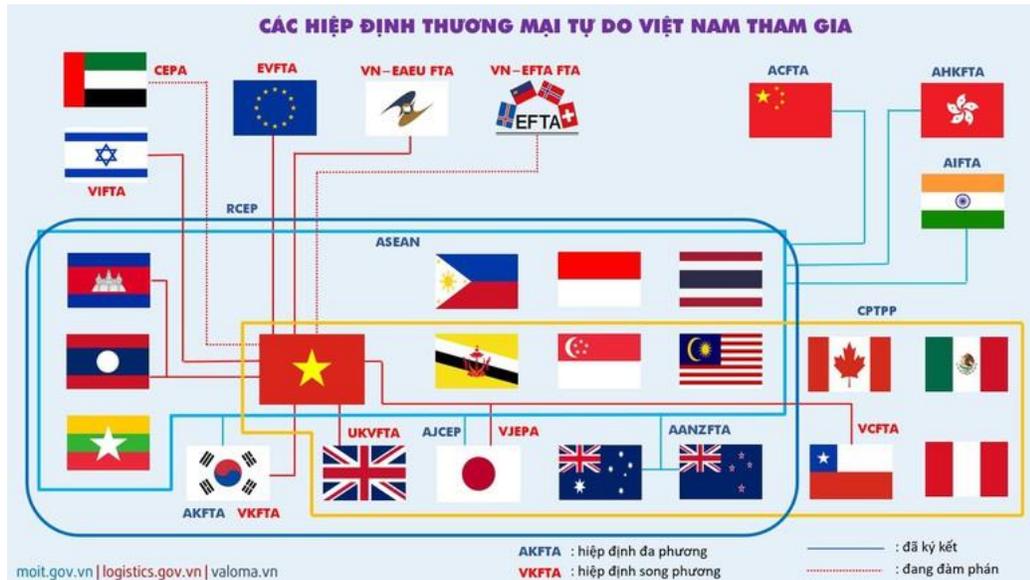
Vốn FDI rút khỏi Trung Quốc (tỷ USD)



# VIỆT NAM VẪN LÀ ĐIỂM ĐẾN ĐẦU TƯ LÝ TƯỞNG VỚI NHIỀU LỢI THẾ

➤ **Chi phí sản xuất cạnh tranh.** Chi phí sản xuất trung bình ở mức rẻ hơn so với các đối thủ trong khu vực là điểm cộng lớn giúp thu hút vốn đầu tư vào Việt Nam. Chi phí nhân công sản xuất tương đối cạnh tranh, thấp hơn cả Ấn Độ và Indonesia (theo số liệu ước tính của Tổ chức Xúc tiến Mậu dịch Nhật bản JETRO), thu hút các doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực thâm dụng lao động như: dệt may, da giày, lắp ráp điện tử. Ngoài ra, chi phí cho thuê đất KCN, chi phí xây dựng hay điện sản xuất của Việt Nam cũng ở mức thấp cạnh tranh với các quốc gia khác. Chẳng hạn như theo JLL, mặt bằng giá thuê đất KCN tại Indonesia từ 190 – 240 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê còn tại Việt Nam, giá cho thuê tại thị trường miền Bắc trung bình ở mức dưới 190 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

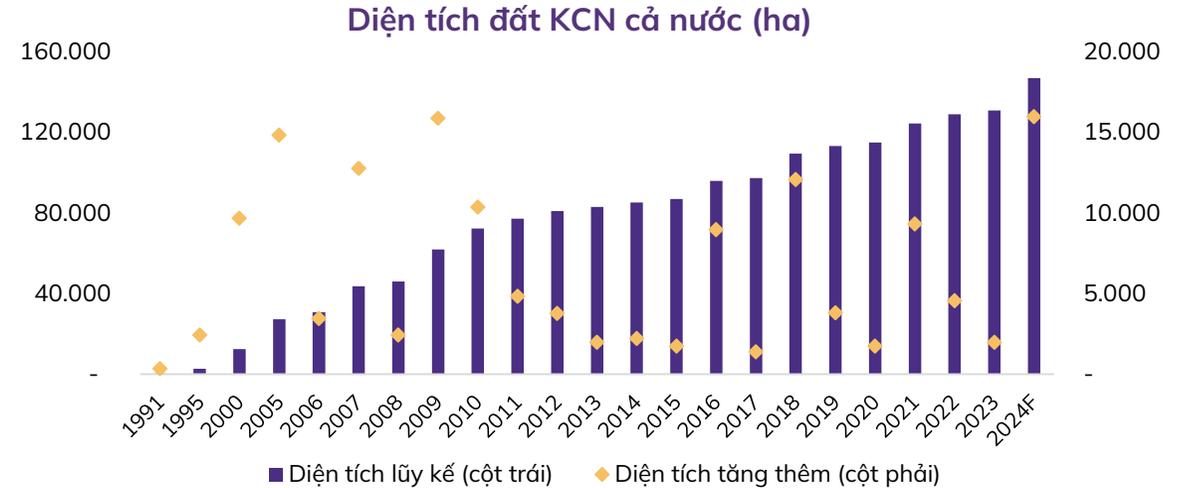
➤ **Việt Nam tham gia vào nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA).** Bên cạnh lợi thế về chi phí sản xuất, Việt Nam là một trong những quốc gia tham gia nhiều FTA nhất trong khu vực, cùng đó là mối quan hệ hợp tác chiến lược toàn diện với nhiều đối tác thương mại lớn trên thế giới.



# VIỆT NAM VẪN LÀ ĐIỂM ĐẾN ĐẦU TƯ LÝ TƯỞNG VỚI NHIỀU LỢI THẾ (TIẾP)

➤ **Vị trí địa lý chiến lược và tình hình kinh tế vĩ mô ổn định.** Việt Nam nằm ở vị trí chiến lược, giữa Trung Quốc và Singapore, tiếp giáp với biển Đông – là một trong những tuyến đường thương mại hàng hải quan trọng của thế giới. Khoảng 40% hàng hóa được vận chuyển từ Ấn Độ Dương sang Thái Bình Dương đi qua khu vực này để đến Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Hoa Kỳ. Việt Nam hiện đang sở hữu 2 cảng nước sâu tại Hải Phòng và Bà Rịa – Vũng Tàu. Kể từ khi mở cửa vào năm 1986 với chỉ khoảng 335 ha đất dành cho các khu công nghiệp, thị trường Việt Nam hiện đã mở rộng lên gần 150.000 ha vào năm 2024, dần khẳng định vị thế là một trong những trung tâm sản xuất hàng đầu tại Đông Nam Á. Tình hình kinh tế vĩ mô ổn định khi NHNN chú trọng việc ổn định tỷ giá giúp cho các doanh nghiệp FDI ít chịu thiệt hại khi tỷ giá USD/VND biến động.

➤ **Tiếp tục đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng.** Trong những năm gần đây, Chính phủ đã liên tục tập trung vào việc phát triển cơ sở hạ tầng giao thông và sẽ tiếp tục là định hướng chủ đạo trong giai đoạn 2025 – 2030 với nhiều dự án quan trọng. Điều này sẽ giúp tăng tính kết nối giữa các vùng, giảm bớt chi phí logistics. Theo ADB, tỷ lệ đầu tư cơ sở hạ tầng trên GDP của Việt Nam trong những năm gần đây nằm trong nhóm cao nhất ở châu Á, đạt mức trung bình là 5,7%. Một loạt dự án quan trọng đã và đang được chuẩn bị triển khai như: hệ thống đường cao tốc Bắc – Nam (với mục tiêu của Thủ tướng là hoàn thành 3.000 km cuối năm 2025); Sân bay Long Thành (GD1) dự kiến hoàn thành trong năm 2026; Đường sắt cao tốc Bắc – Nam dự kiến khởi công vào năm 2026, hoàn thành vào năm 2035; Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ và Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giờ gần cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải sẽ góp phần hỗ trợ hoạt động trung chuyển quốc tế.



## Các dự án hạ tầng chính thời gian tới

Dự án	Công suất/Chiều dài	Vốn đầu tư	Tình trạng
Cao tốc Bắc – Nam GD2	721 km	147 nghìn tỷ đồng	Đang xây dựng, dự kiến hoàn thành phần lớn trong năm 2025
Đường Vành đai 3 TP.HCM	90 km	75,4 nghìn tỷ đồng	Đang xây dựng, dự kiến hoàn thành trong năm 2026
Đường Vành đai 4 Hà Nội	112,8 km	85,8 nghìn tỷ đồng	Đang xây dựng, dự kiến hoàn thành trong năm 2026
Sân bay Quốc tế Long Thành (GD1)	25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa	109 nghìn tỷ đồng	Đang xây dựng, dự kiến hoàn thành trong năm 2026, vận hành đầu 2027
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	1.541 km, tốc độ tối đa 350 km/h	67 tỷ USD	Đã được Quốc hội phê duyệt chủ trương đầu tư, dự kiến hoàn thành vào năm 2035
Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ	2.200ha, có khả năng tiếp nhận tàu lớn nhất thế giới (250.000 DWT)	6,7 tỷ USD	Đang trong kế hoạch chuẩn bị
Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giờ	Năm 2030: 4,8 triệu TEU/năm Năm 2047: 16,9 triệu TEU/năm	129 nghìn tỷ đồng	Đang chờ phê duyệt dự án, dự kiến GD1 khởi công vào năm 2027, hoàn thành trong năm 2045.

## RỦI RO TIỀM TÀNG TRONG NĂM 2025

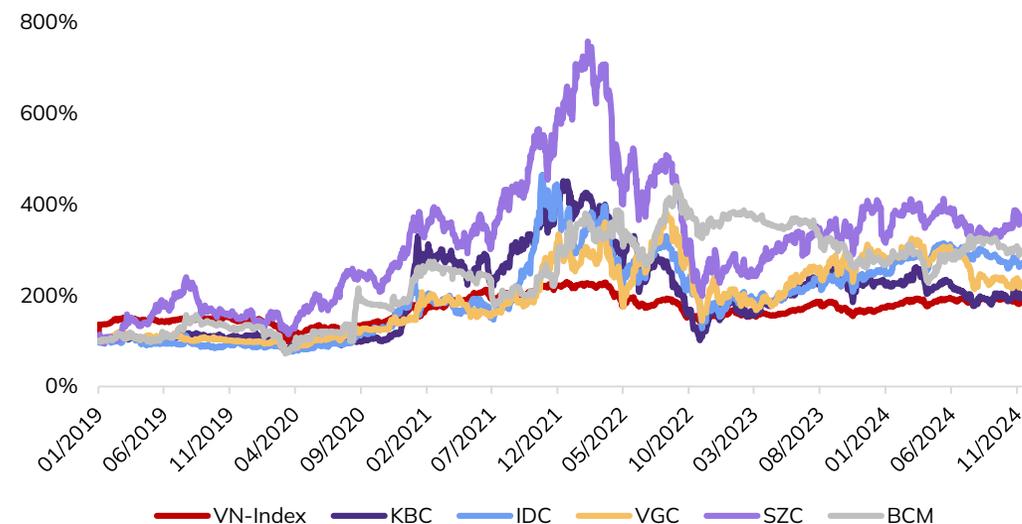
➤ **Ảnh hưởng từ chính sách của Mỹ.** Mặc dù việc Tổng thống đắc cử Donald Trump dự kiến áp dụng mức thuế suất cao với Trung Quốc mang lại nhiều cơ hội cho Việt Nam, tuy nhiên song hành với đó cũng tiềm ẩn rủi ro. Việt Nam hiện tại đứng thứ 3 trong danh sách các nước có thâm hụt thương mại với Mỹ (số liệu năm 2023), trường hợp Việt Nam nằm trong nhóm bị áp dụng mức thuế suất cao có thể làm giảm sức hấp dẫn khi thu hút vốn đầu tư. Trong nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Trump, Việt Nam với vị thế ngoại giao khác với Trung Quốc, đã thực hiện những cuộc đàm phán với chính quyền ông Trump để giảm nhẹ các biện pháp thắt chặt. Bên cạnh đó, trong trường hợp các chính sách của Mỹ khi ông Trump chính thức nhậm chức thay đổi so với kỳ vọng cũng có thể làm ảnh hưởng tới dự báo triển vọng tích cực.

➤ **Cạnh tranh từ các nước trong khu vực.** Hai quốc gia có sự cạnh tranh lớn về thu hút FDI hiện nay với Việt Nam là Indonesia và Ấn Độ khi đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ doanh nghiệp nước ngoài như ưu đãi về thuế quan, thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng cùng với việc chi phí nhân công ở mức trung bình. Nếu Việt Nam không tận dụng tốt lợi thế của mình có thể đánh mất sự cạnh tranh với các quốc gia này.

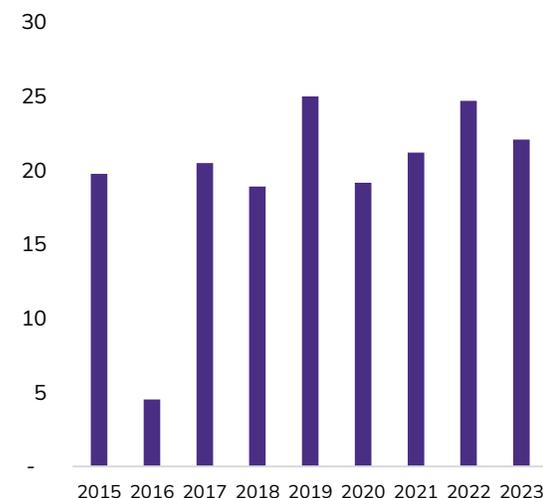
➤ **Thuế tối thiểu toàn cầu.** Việt Nam đã ban hành Nghị quyết chính thức áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu 15% đối với các công ty đa quốc gia từ ngày 01/01/2024, theo đó có thể sẽ làm mất đi những ưu đãi thuế mà các doanh nghiệp đang được áp dụng. Mặc dù vậy, Chính phủ cũng đang có kế hoạch sử dụng nguồn thu thuế bổ sung này để hỗ trợ cho các doanh nghiệp FDI đáp ứng yêu cầu để giữ chân các nhà đầu tư nước ngoài.

➤ **Hỗ trợ pháp lý tác động chậm hơn dự kiến.** Mặc dù Chính phủ thời gian vừa qua đã đẩy mạnh ban hành nhiều chính sách hỗ trợ cho ngành, tuy nhiên việc “thẩm thấu” thường có độ trễ, nên những tác động có thể chậm hơn dự kiến.

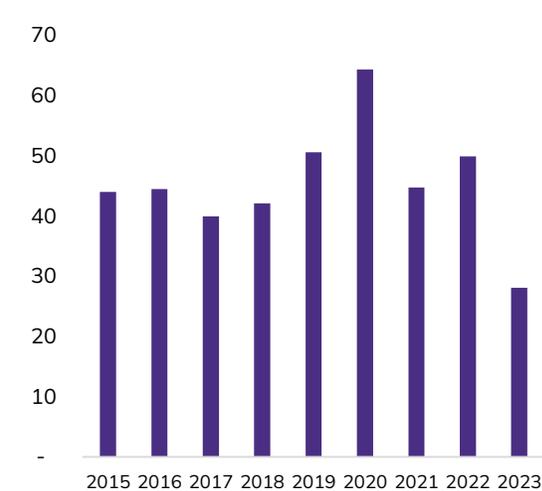
Biến động giá của một số cổ phiếu BĐS KCN và VN-Index



Vốn FDI đầu tư vào Indonesia (tỷ USD)



Vốn FDI đầu tư vào Ấn Độ (tỷ USD)



Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu IDC, KBC và BCM trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu quỹ dự án KCN và diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn trong thời gian tới.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp SOTP, RNAV và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	IDC			KBC			BCM		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	7.237	8.987	9.405	5.618	2.854	7.508	7.883	5.414	6.323
<b>%YoY</b>	<b>-3,3%</b>	<b>24%</b>	<b>5%</b>	<b>491%</b>	<b>-49%</b>	<b>163%</b>	<b>20%</b>	<b>-31%</b>	<b>17%</b>
LNG	2.460	3.415	3.480	3.708	1.284	3.078	4.257	2.490	2.972
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>34%</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>66%</b>	<b>45%</b>	<b>41%</b>	<b>54%</b>	<b>46%</b>	<b>47%</b>
LNST-MI	1.394	2.101	2.182	2.031	598	1.538	2.423	1.417	1.737
<b>% YoY</b>	<b>-21%</b>	<b>50%</b>	<b>4%</b>	<b>42%</b>	<b>-70%</b>	<b>157%</b>	<b>43%</b>	<b>-41%</b>	<b>23%</b>
EPS (đ/cp)	4.223	6.368	6.614	2.646	780	2.006	2.187	1.369	1.301
BVPS (đ/cp)	15.069	18.356	20.969	23.679	24.280	26.540	17.934	18.303	25.727
Nợ/VCSH (lần)	0,57	0,43	0,38	0,18	0,25	0,28	1,01	0,94	0,53
ROA (%)	9,5%	13,0%	12,7%	6,6%	1,8%	3,9%	4,5%	2,8%	3,1%
ROE (%)	26,9%	34,8%	30,9%	11,8%	3,2%	7,8%	13,6%	8,4%	7,2%

## TỔNG CÔNG TY IDICO (IDC – HNX) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 55.400 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 62.600 VNĐ (+13,0%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2024 tăng mạnh so với cùng kỳ.** Doanh thu 9T/2024 của IDC đạt 6.891 tỷ đồng (+38% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 1.639 tỷ đồng (+95% svck) nhờ sự đóng góp chính của mảng BĐS KCN. Trong 9 tháng đầu năm, doanh thu mảng này đạt 3.362 tỷ đồng (+51% svck) và chiếm 49% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp đạt 60,3% (tăng 9,5 đpt so với 9T/2023) nhờ giá cho thuê KCN tăng so với cùng kỳ.
- **Mảng BĐS KCN sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng** với dòng vốn FDI chảy vào thị trường Việt Nam tiếp tục tích cực, IDC nắm giữ vị thế nhà phát triển KCN hàng đầu với quy mô đất sẵn sàng cho thuê lớn tại vị trí chiến lược như Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An, ...
- **Doanh nghiệp cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất** với việc triển khai hàng loạt dự án mới, trong đó 2 dự án KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang), KCN Mỹ Xuân B1 (Bà Rịa – Vũng Tàu) đã được chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2024 sẽ góp phần thúc đẩy doanh số bán hàng trong năm 2025 của IDC. Ngoài ra, giá cho thuê KCN của IDC dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ KCN nằm ở những vị trí thuận lợi.
- **Tình hình tài chính lành mạnh và tỷ lệ trả cổ tức cao.** Với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định, nợ vay ở mức an toàn, IDC dự kiến tiếp tục duy trì tỷ lệ trả cổ tức năm 2024 ở mức 40% bằng tiền mặt.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản khu công nghiệp chậm hơn kỳ vọng.
- Chi phí đền bù GPMB tăng lên ảnh hưởng đến lợi nhuận.
- Mảng thủy điện phụ thuộc nhiều vào yếu tố thời tiết và sẽ gặp rủi ro nếu như lượng nước mưa sụt giảm.

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP (KBC – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 27.750 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 34.800 VNĐ (+25,4%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KCN Tràng Duệ 3 có thể mở bán trong năm 2025, thúc đẩy doanh số bán hàng.** Trong năm 2025, chúng tôi đánh giá diện tích cho thuê đất KCN của KBC sẽ phục hồi so với 2024 nhờ vào việc (i) bắt đầu cho thuê tại KCN Tràng Duệ 3, (ii) doanh số cho thuê phục hồi tại KCN Nam Sơn Hợp Lĩnh (Bắc Ninh), (iii) bắt đầu cho thuê tại cụm công nghiệp ở Hưng Yên. Việc LG đã được phê duyệt dự án đầu tư mới trị giá hơn 1 tỷ USD tại Hải Phòng được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy việc hoàn thiện pháp lý tại KCN Tràng Duệ 3 cũng như trở thành khách hàng tiềm năng thuê đất tại KCN này của KBC.
- **KBC sở hữu quỹ đất thương phẩm lớn.** KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước với nhiều KCN ở những địa phương có vốn đầu tư nước ngoài lớn, đặc biệt ở khu vực phía Bắc. Doanh nghiệp đang sở hữu quỹ đất ước khoảng hơn 3.200 ha và có tiềm năng được bổ sung gần 1.000 ha trong 2 năm tới.
- **KĐT Phúc Ninh và KĐT Tràng Cát sẽ lần lượt đóng góp vào lợi nhuận thời gian tới.** KBC đang hoàn thiện pháp lý của 2 dự án này sau khi đã thu xếp được nguồn vốn để hoàn thành đóng tiền sử dụng đất. Chúng tôi cho rằng KBC có thể mở bán KĐT Phúc Ninh (115 ha tại Bắc Ninh) vào năm 2025 và KĐT Tràng Cát (585 ha tại Hải Phòng) kể từ năm 2026.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Quá trình phê duyệt dự án kéo dài có thể ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng của KBC, trong khi đất công nghiệp sẵn sàng cho thuê có thể giảm đáng kể từ năm 2024
- Nhu cầu thuê đất công nghiệp suy giảm nếu dòng vốn FDI chậm lại.
- Chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng cho các dự án mới tăng lên có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận.

TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN CÔNG NGHIỆP - CTCP (BCM – HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 66.500 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 74.900 VNĐ (+12,6%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Quỹ đất BĐS KCN lớn tại Bình Dương mang lại nhiều lợi thế.** Trong bối cảnh dòng vốn FDI chảy vào thị trường Việt Nam tiếp tục tích cực, Bình Dương tiếp tục nằm trong nhóm các địa phương thu hút được nguồn vốn đầu tư lớn với vị trí địa lý chiến lược là trung tâm của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam với diện tích đất công nghiệp lớn nhất cả nước. Ngoài ra, giá cho thuê đất KCN tại Bình Dương cũng nằm ở mức cao và vẫn còn dư địa tăng trưởng trong thời gian tới. Phần lớn các KCN đang vận hành của BCM nằm ở Bình Dương sẽ giúp doanh nghiệp được hưởng lợi từ những tín hiệu tích cực này
- **Chiến lược mở rộng quỹ đất sang các tỉnh giáp ranh.** Bên cạnh tận dụng những lợi thế sẵn có tại Bình Dương, BCM cũng đang tích cực nghiên cứu, phát triển các dự án mới tại các tỉnh lân cận như Bình Phước, Bình Định để đảm bảo quỹ đất cho thuê khi tỷ lệ lấp đầy tại Bình Dương ở mức cao trên 90%.
- **Triển vọng từ các công ty liên kết, đặc biệt là VSIP.** Các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết của BCM đã thể hiện sự hiệu quả khi thường xuyên đóng góp tỷ trọng lớn (trung bình khoảng 46 – 50%) trong cơ cấu lợi nhuận. Triển vọng chính thời gian tới tập trung vào VSIP, IJC và BWID, đặc biệt là VSIP khi luôn duy trì KQKD ổn định với vị thế chủ đầu tư KCN với quỹ đất lớn nhất cả nước.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ triển khai pháp lý các dự án bất động sản chậm hơn kỳ vọng, đặc biệt tại dự án trọng điểm sắp tới KCN Cây Trường.
- Chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng cho các dự án mới tăng lên có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận.
- Rủi ro về áp lực thanh toán nợ trái phiếu đáo hạn khi doanh nghiệp có tỷ lệ hệ số nợ cao nhất trong ngành (với tỷ lệ nợ trái phiếu lớn).

# NGÀNH XÂY DỰNG

Đầu tư công là trụ cột tăng trưởng

Phân khúc	Triển vọng	Khuyến nghị
Xây dựng hạ tầng	Tích cực	Tăng tỷ trọng
Xây dựng công nghiệp	Tích cực	Tăng tỷ trọng



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



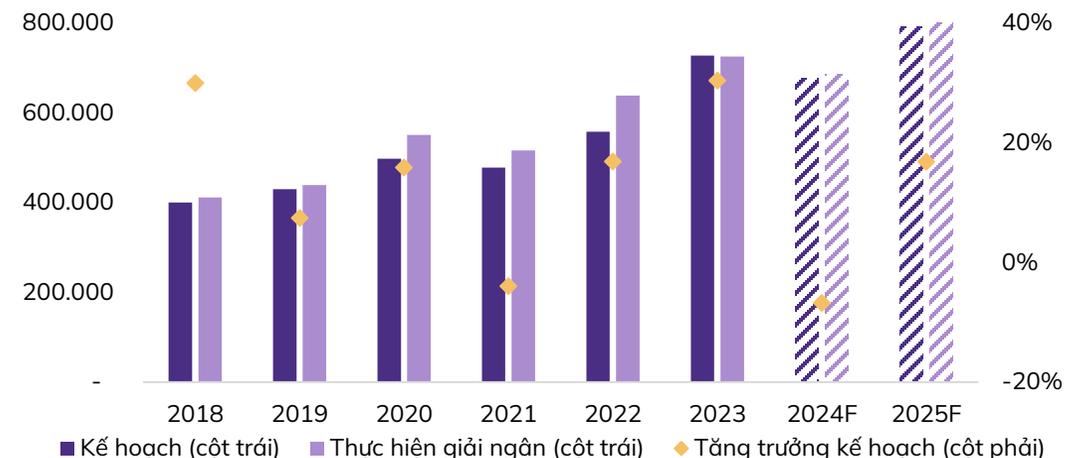
# GIẢI NGÂN VỐN ĐẦU TƯ CÔNG TIẾP TỤC LÀ NHIỆM VỤ TRỌNG TÂM NĂM TỚI

➤ Năm 2025 là năm cuối trong kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021 – 2025. Theo đó, Chính phủ đã đề ra kế hoạch vốn đầu tư công năm 2025 là hơn 790 nghìn tỷ đồng (Quốc hội chưa thông qua), tăng đáng kể so với kế hoạch hơn 670 nghìn tỷ đồng của năm 2024. Trong bối cảnh tình hình giải ngân vốn đầu tư công từ đầu năm 2024 đến nay chậm đáng kể hơn so với kế hoạch đề ra (lũy kế 11T/2024 ước tính hoàn thành 54,8% - thấp hơn mức 59,4% cùng kỳ 2023), Chính phủ và các địa phương đang tập trung chỉ đạo quyết liệt để đẩy nhanh tiến độ, hoàn thành mục tiêu.

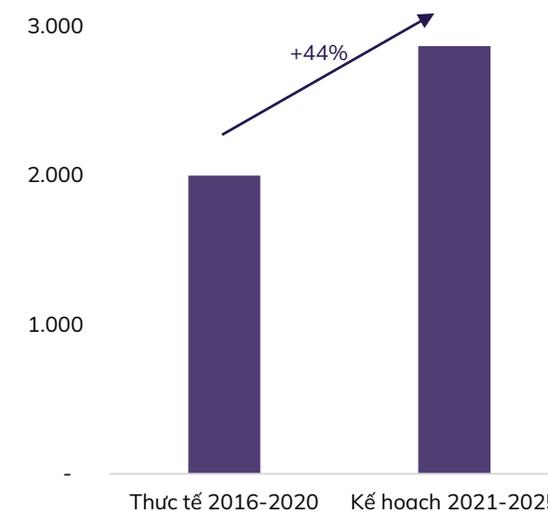
➤ Nhân tố quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hướng tới Đại hội XIV của Đảng (năm 2026). Mới đây, phát biểu tại Hội nghị toàn quốc triển khai tổng kết thực hiện NQ18 của BCH TW khóa 12, tình hình kinh tế xã hội 2024 và giải pháp năm 2025, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã đề ra mục tiêu GDP tăng trưởng khoảng 8% trong năm 2025, tạo đà tăng trưởng 2 con số trong năm 2026 – 2030. Vai trò của hoạt động đầu tư công để thực hiện mục tiêu này rất quan trọng, sẽ được đẩy mạnh ngay từ đầu năm 2025. Mục tiêu cụ thể trong 2025 được Thủ tướng đề ra là hoàn thành ít nhất 3.000 km đường bộ cao tốc, cơ bản hoàn thành sân bay Long Thành, xóa nhà tạm, nhà dột nát trên cả nước...

➤ Năm 2025 cũng là năm “bản lề” với nhiều sự kiện quan trọng của đất nước như kỷ niệm 95 năm thành lập Đảng, 135 năm Ngày sinh của Chủ tịch Hồ Chí Minh, 50 năm giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước, 80 năm thành lập nước và là năm tiến hành Đại hội Đảng các cấp, tiến tới Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XIV với “kỷ nguyên vươn mình” của dân tộc. Nên hoạt động đầu tư công sẽ là một trong những kênh được chú trọng triển khai để hoàn thành mục tiêu đã đề ra.

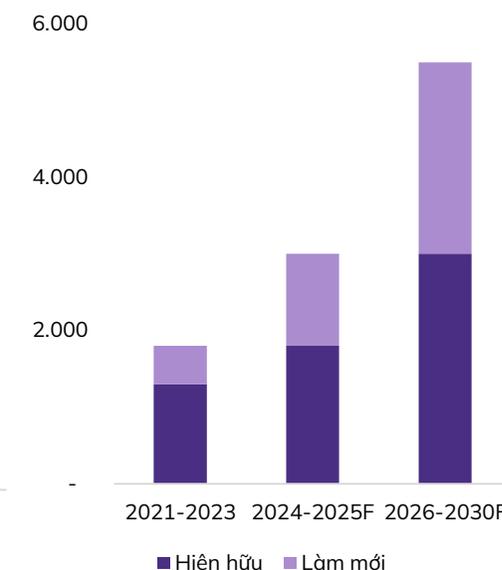
Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công (tỷ VND)



Kế hoạch đầu tư công trung hạn (triệu tỷ VND)



Kế hoạch phát triển cao tốc (km)



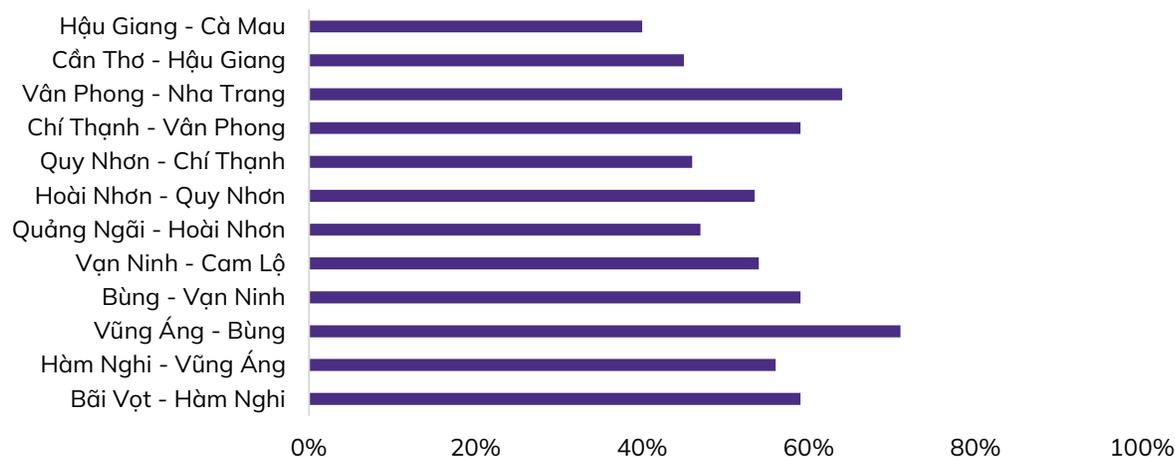
# ➤ NĂM 2025 TIẾP TỤC LÀ ĐIỂM RƠI HOÀN THÀNH MỘT SỐ DỰ ÁN QUAN TRỌNG

➤ Loạt dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam GĐ2 về đích trong năm 2025 hỗ trợ kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành. Dự án cao tốc Bắc – Nam GĐ2 có tổng chiều dài 721 km với 12 dự án thành phần, khởi công từ đầu năm 2023 và đến hiện tại đã hoàn thiện khoảng 60,8% giá trị hợp đồng. Một số dự án có sản lượng và tiến độ thi công tốt như: Bãi Vọt-Hàm Nghi, Vũng Áng-Bùng, Bùng-Vạn Ninh, Chí Thạnh-Vân Phong, Vân Phong-Nha Trang. Công tác GPMB đã hoàn thiện phần lớn, đạt 99,96% (720,9/721,3 km). Riêng trong năm 2024, các Dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam đã giải ngân được 28.967/36.228 tỷ đồng đạt khoảng 79% kế hoạch được giao. Các công trình chậm tiến độ do vướng mắc về vật liệu xây dựng (như Cần Thơ-Hậu Giang, Hậu Giang-Cà Mau) cũng đang được đẩy mạnh tháo gỡ trong việc chấp thuận chủ trương khai thác. Đây sẽ là những tiền đề để cho năm 2025 khi các công trình dần về đích, đặc biệt một số công trình sẽ hoàn thiện trước 30/04/2025 theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ. Năm 2025 sẽ là điểm rơi bàn giao ghi nhận doanh thu từ các dự án này cho các đơn vị thầu xây dựng, qua đó hỗ trợ cho KQKD của doanh nghiệp.

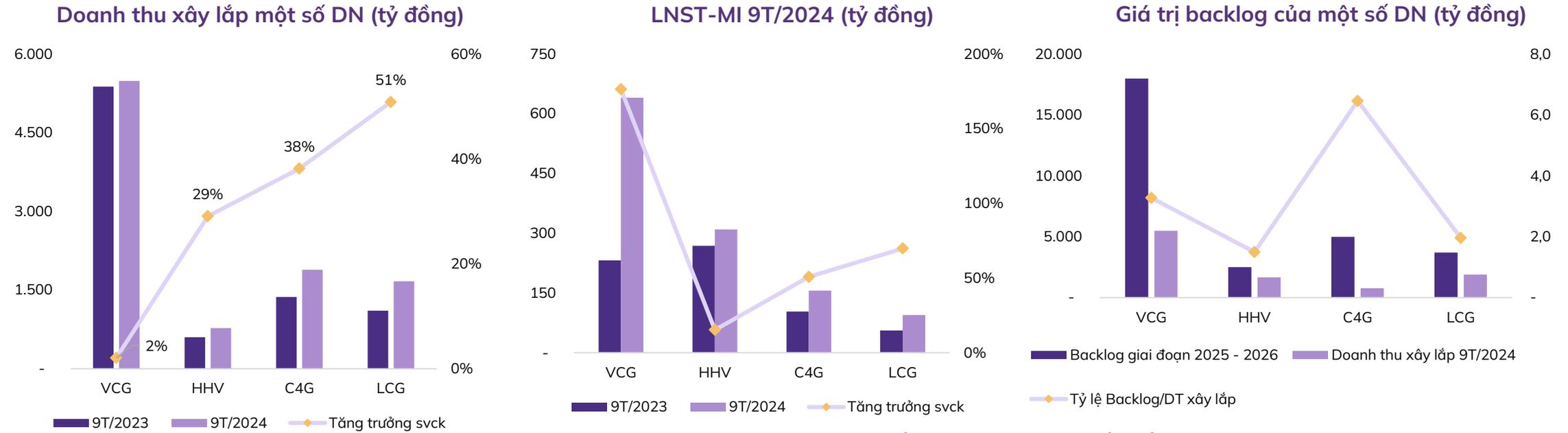
## Dự kiến tiến độ một số dự án cao tốc trong năm 2025

Dự án	Chiều dài (km)	Dự kiến hoàn thành
Bãi Vọt - Hàm Nghi	35	01/10/2025
Hàm Nghi - Vũng Áng	54	01/10/2025
Vũng Áng - Bùng	55	01/10/2025
Bùng - Vạn Ninh	51	01/10/2025
Vạn Ninh - Cam Lộ	68	01/10/2025
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	01/10/2025
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	01/10/2025
Quy Nhơn - Chí Thành	68	01/10/2025
Chí Thành - Vân Phong	51	01/10/2025
Vân Phong - Nha Trang	83	30/04/2025
Cần Thơ - Hậu Giang	38	31/12/2025
Hậu Giang - Cà Mau	73	31/12/2025
Biên Hòa - Vũng Tàu	20	30/09/2025
Bến Lức - Long Thành	58	30/09/2025
Tuyên Quang - Hà Giang	77	31/12/2025
Lộ Tẻ - Rạch Sỏi	51	30/06/2025
Hỏa Liên - Túy Loan	12	31/12/2025

## Tiến độ thực hiện các dự án Cao tốc Bắc – Nam GĐ2 tới T9/2024

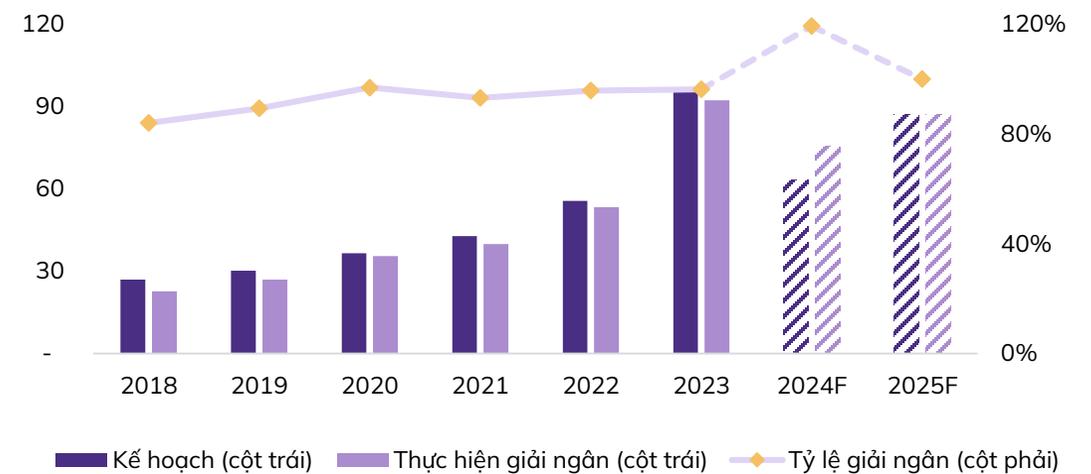


# MỘT SỐ DOANH NGHIỆP ĐÃ CÓ KQKD TÍCH CỰC NHỜ ĐẨY MẠNH ĐẦU TƯ CÔNG



➤ Trong 9T/2024, KQKD đã thể hiện sự khởi sắc nhờ hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh. Một số doanh nghiệp có lượng backlog hạ tầng lớn trong ngành (đặc biệt là backlog tại các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam GĐ2) như VCG, C4G, LCG đã ghi nhận KQKD tăng trưởng tích cực trong 9T/2024 với mức tăng trưởng 2 chữ số (LCG ghi nhận doanh thu/lợi nhuận tăng 51%/70%; C4G ghi nhận doanh thu/lợi nhuận tăng 38%/51%; VCG ghi nhận doanh thu/lợi nhuận tăng 2%/176%). Triển vọng trong 2025 của nhóm này tiếp tục tích cực khi là điểm rơi ghi nhận bàn giao tại các dự án, tập trung các dự án đường cao tốc. Kế hoạch của Bộ GT-VT giải ngân vốn đầu tư công tiếp tục tăng trong năm 2025 khoảng 87.000 tỷ đồng (+14,4% svck) tiếp tục đảm bảo nguồn công việc trong các năm tới cho nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng.

## Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công của Bộ GT-VT (tỷ VND)



## HOẠT ĐỘNG PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG TIẾP TỤC ĐƯỢC CHÚ TRỌNG

- **Nhu cầu phát triển hạ tầng vẫn lớn sau năm 2025.** Dự kiến đến cuối năm 2025, cả nước sẽ có trên 3.000 km đường cao tốc và cuối năm 2030 sẽ có khoảng trên 5.000 km. Theo sau dự án cao tốc Bắc – Nam GĐ2 (cao tốc Bắc – Nam phía Đông) sẽ là tuyến cao tốc Bắc – Nam phía Tây với tổng chiều dài trên 1.200 km qua 23 tỉnh, thành phố. Trong đó dự án thành phần quan trọng có đoạn Gia Nghĩa (Đắk Nông)-Chơn Thành (Bình Phước) với chiều dài 128,8km, tổng vốn đầu tư khoảng 25.540 tỷ đồng sẽ giúp kết nối vùng Tây Nguyên và Đông Nam Bộ, tạo không gian và động lực phát triển mới cho vùng. Bên cạnh các dự án cao tốc và đường sắt cảng biển, cảng hàng không, cửa khẩu quốc tế cũng sẽ được chú trọng trong dài hạn.
- Lĩnh vực đường sắt, tổng mức đầu tư các dự án đến năm 2030 vào khoảng 151 tỉ đô la, bao gồm cả đường sắt đô thị. Lĩnh vực đường thủy nội địa tập trung phát triển các tuyến vận tải thủy ven biển khu vực miền Trung và đồng bằng sông Cửu Long với tổng mức đầu tư các dự án đến năm 2030 vào khoảng 11 tỉ đô la. Lĩnh vực hàng hải sẽ cải tạo nâng cấp các luồng hàng hải quan trọng, phát triển các khu bến cảng Lạch Huyện, Cần Giờ, Vân Phong, Trần Đề với tổng mức đầu tư đến năm 2030 hơn 4 tỉ đô la.
- **Tổng ước tính tính theo quy hoạch, tổng mức đầu tư các dự án đến năm 2030 vào khoảng 24,8 tỷ USD; đến năm 2050 vào khoảng 33,64 tỷ USD.**

### Một số dự án cao tốc đáng chú ý sau năm 2025

Dự án	Chiều dài (km)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)
Đường Vành đai 3 TP.HCM	90	75.400
Đường Vành đai 4 Hà Nội	112,8	85.800
Ngọc Hồi - Chơn Thành - Rạch Giá	759	129.360
Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	191	44.700
Hà Tiên - Rạch Giá	212	25.643
Buôn Ma Thuột - Khánh Hòa	130	22.000
TP.HCM - Mộc Bài	50	10.421
Hải Phòng - Ninh Bình	109	19.780
Hữu Nghị - Chi Lăng	43	11.024

### Mục tiêu phát triển hạ tầng tới năm 2030

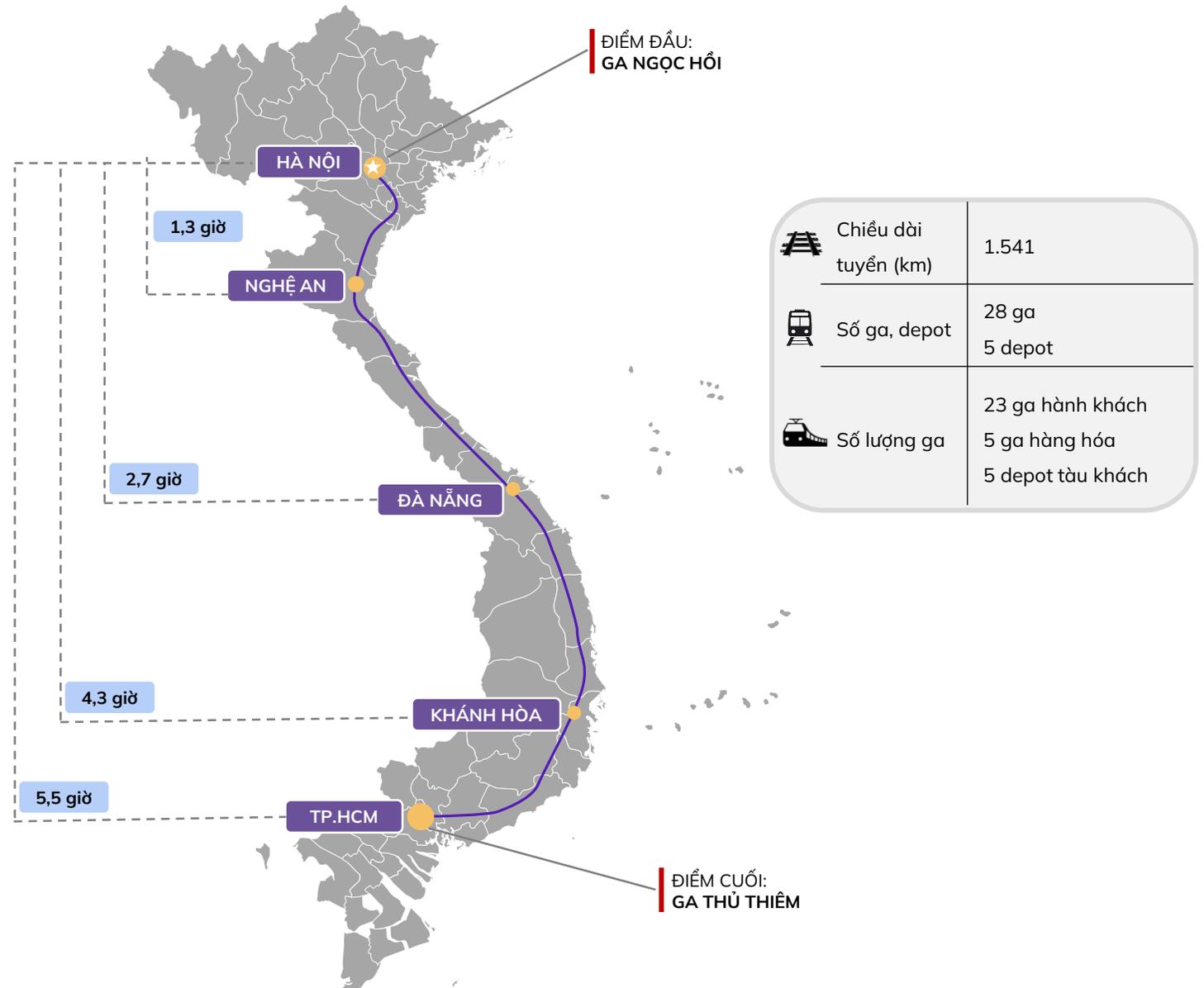
Lĩnh vực	Đơn vị	Mục tiêu năm 2030	Tổng vốn đầu tư ước tính
<b>Đường bộ</b>	Đường cao tốc (km)	6.500	25 tỷ USD
<b>Đường sắt</b>	Đường sắt (km)	Tăng thêm 2.400 km	151 tỷ USD
<b>Hàng hải</b>	Đường thủy (km)	9.000	15 tỷ USD
<b>Hàng không</b>	Cảng hàng không	30 cảng hàng không (14 quốc tế và 16 quốc nội)	17 tỷ USD
<b>Đường điện</b>	Công suất và sản lượng	158.244 MW và 505 tỷ kWh	78 tỷ USD

# ➤ DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM ĐƯỜNG SẮT CAO TỐC BẮC – NAM

➤ Dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam đã được Quốc hội thông qua chủ trương đầu tư trong T11/2024 với thông tin sơ bộ như sau:

- **Tổng mức đầu tư, nguồn vốn:** 1,7 triệu tỷ đồng (67 tỷ USD). Suất đầu tư là 43,7 triệu USD/km. Nguồn vốn đầu tư công từ NSNN trong 12 năm, bình quân mỗi năm 5,6 tỷ USD.
  - **Quy mô tuyến:** tổng chiều dài 1.541 km, với 10% hầm, 30% nền đất và 60% cầu. Điểm đầu tại ga Ngọc Hồi (Hà Nội), điểm cuối tại ga Thủ Thiêm (TP.HCM), đi qua 20 tỉnh thành. Tốc độ 350km/h.
  - **Giải phóng mặt bằng:** nhu cầu sử dụng đất là 10.827 ha, kinh phí GPMB là 150.148 tỷ đồng.
  - **Thời gian triển khai:** Quốc hội phê duyệt chủ trương đầu tư trong T11/2024, khởi công cuối năm 2027, phấn đấu hoàn thành toàn tuyến năm 2035.
- Dự án Đường sắt Cao tốc Bắc – Nam khi triển khai sẽ mang lại khối lượng công việc khổng lồ cho các đơn vị thầu xây dựng (thi công hạ tầng, nền móng) cũng như các doanh nghiệp cung cấp vật liệu xây dựng (thép, đá xây dựng, xi măng, ...)

## Thông tin dự án Đường sắt cao tốc Bắc – Nam



- **Sửa Luật Đầu tư để đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công.** Bộ Kế hoạch và Đầu tư đang kiến nghị sửa đổi Luật Đầu tư công với một số điểm đáng chú ý nhằm tăng cường hiệu quả quản lý và sử dụng vốn:
  - **Phân cấp mạnh mẽ về thẩm quyền** thẩm quyền quyết định chủ trương đầu tư các dự án nhóm B và nhóm C được phân cấp rõ ràng hơn, giúp giảm bớt thời gian phê duyệt và nâng cao tính tự chủ của các cấp địa phương.
  - **Phân quyền sử dụng ngân sách đầu tư** – trao quyền cho địa phương quản lý ngân sách đầu tư, giảm sự phụ thuộc vào cơ quan Trung ương để đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư.
  - **Tăng cường giám sát và đánh giá hiệu quả đầu tư công** đảm bảo hiệu quả sử dụng vốn và minh bạch trong quản lý dự án.
- **Sửa Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) để đẩy nhanh tốc độ thi công công trình trọng điểm** với một số nội dung đáng chú ý:
  - **Thúc đẩy triển khai dự án PPP:** thông qua **(i) mở rộng lĩnh vực đầu tư** cho các dự án ngoài các ngành y tế, giáo dục, năng lượng và giao thông; **(ii) bãi bỏ quy định về mức vốn tối thiểu 200 tỷ đồng** khi đầu tư; **(iii) áp dụng trở lại hợp đồng BT** (Xây dựng - Chuyển giao) (dừng thực hiện từ đầu năm 2021) giúp có thêm lựa chọn để triển khai dự án, khơi thông nguồn vốn từ đầu tư tư nhân và tăng cường sự cạnh tranh trong lĩnh vực đầu tư hạ tầng giúp nhà nước giảm bớt gánh nặng tài chính, đẩy nhanh chóng tiến độ xây dựng các công trình công, **(iv) áp dụng hợp đồng BOT** cho nâng cấp công trình hiện hữu để mở rộng công trình đầu tư, ...
  - **Xử lý vướng mắc các dự án BOT, BT chuyển tiếp.** Hiện nay, có khoảng 160 dự án BT đang gặp khó khăn trong quá trình triển khai, với tổng mức đầu tư lên đến khoảng 59 nghìn tỷ đồng. Luật sửa đổi mới sẽ cho phép tiếp tục triển khai các dự án đang còn vướng mắc tránh gây lãng phí, giúp Chính phủ có cơ sở pháp lý để xử lý các vấn đề phát sinh trong quá trình thực hiện.
  - **Hỗ trợ cho các doanh nghiệp tham gia đầu tư PPP** khi **(i) điều chỉnh tỷ lệ vốn nhà nước tham gia PPP** – cho phép lớn hơn mức 50% (giới hạn trước đây) nhưng không quá 70% để hỗ trợ cho các đơn vị tư nhân tham gia đầu tư ở những dự án có biên lợi nhuận thấp, **(ii) nguồn vốn thanh toán và cơ chế chia sẻ rủi ro:** luật sửa đổi quy định cụ thể về nguồn thanh toán khi hợp đồng chấm dứt trước hạn từ nguồn dự phòng ngân sách TW và các doanh nghiệp đầu tư tài chính của nhà nước, theo đó quy định này sẽ giúp giảm rủi ro khi dự án không đạt được doanh thu như kỳ vọng.

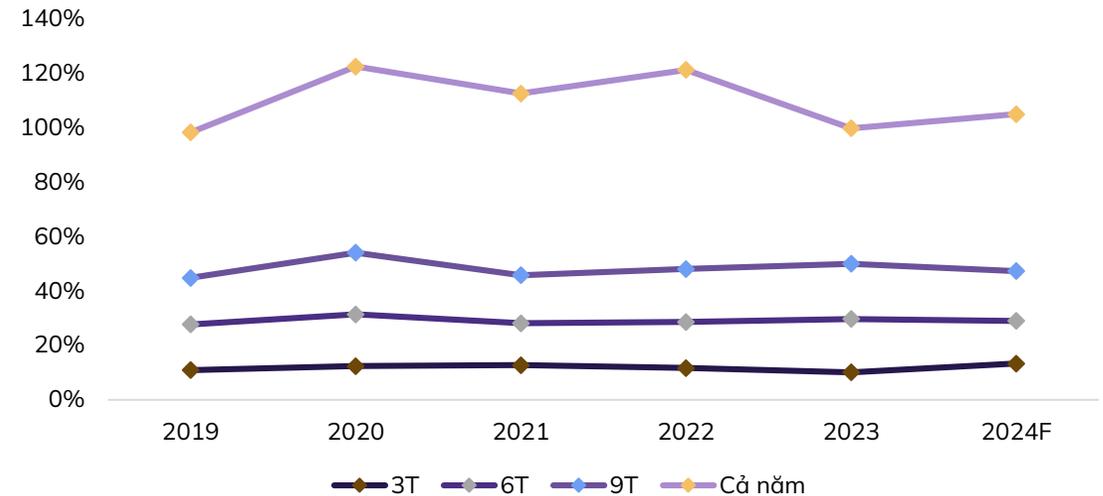
Nhìn chung, các dự thảo sửa đổi các bộ luật liên quan đến hoạt động đầu tư của Chính phủ để thúc đẩy hoạt động đầu tư, phát triển cơ sở hạ tầng từ cả nguồn vốn nhà nước và tư nhân

## ➤ RỦI RO GIẢI NGÂN CHẬM TIẾN ĐỘ ĐỀ RA

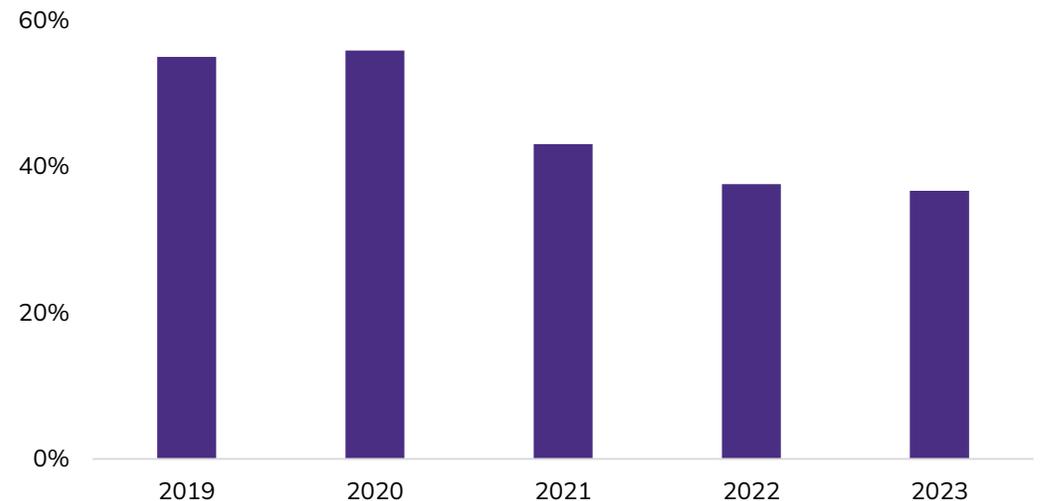
➤ Tuy nhiên, việc giải ngân vốn đầu tư công có rủi ro chậm hơn tiến độ đề ra, dẫn đến tình trạng tăng nợ công. Việc chậm trễ đến từ một số nguyên nhân:

- Chưa chuẩn bị tốt công tác đầu tư, dồn nhiệm vụ vào cuối năm. Các dự án đầu tư công thường có xu hướng giải ngân chậm ở đầu năm và tăng tốc vào những tháng cuối năm – điều này thường do thực trạng công tác chuẩn bị đầu tư, chuẩn bị dự án chưa tốt của các bộ ngành và địa phương chậm tiến độ, dẫn đến dự án chưa đủ điều kiện giao vốn, dồn vốn vào cuối năm để giải ngân cho kịp kế hoạch.
- Thủ tục phê duyệt dự án và công tác GPMB kéo dài. Các thủ tục phê duyệt chủ trương đầu tư, phê duyệt dự án đầu tư mất nhiều thời gian, nhất là thủ tục phê duyệt thiết kế, đấu thầu, giải phóng mặt bằng. Công tác GPMB trong nhiều trường hợp bị kéo dài do khó khăn khi xác định giá đất, phương án bồi thường, hỗ trợ, tái định cư, chồng chéo giữa quy hoạch sử dụng đất và các quy hoạch xây dựng, quy hoạch ngành...
- Thay đổi chi phí so với dự toán ban đầu. Việc cập nhật, rà soát, công bố giá vật liệu xây dựng, chỉ số giá xây dựng trong dự toán chưa phản ánh kịp thời sự thay đổi của thị trường, khi giá tăng cao sẽ làm tăng chi phí cho doanh nghiệp ảnh hưởng tiêu cực đến công tác đầu tư xây dựng.
- Năng lực nhà thầu yếu kém. Các nhà thầu với yếu kém đưa ra mức giá thấp để trúng thầu tuy nhiên năng lực không đáp ứng yêu cầu, làm chậm tiến độ thi công công trình, gián tiếp tác động lên chi phí của dự án.

Tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong năm



Tỷ lệ Nợ công/GDP của Việt Nam thấp hơn các quốc gia trong khu vực



Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu VCG và LCG trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu khối lượng backlog hạ tầng lớn (đặc biệt là các công trình giao thông dự kiến bàn giao trong 2025) để hỗ trợ cho KQKD thời gian tới.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp SOTP và P/B.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	VCG			LCG		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	12.704	11.800	13.570	2.008	2.400	3.000
%YoY	50%	-7%	15%	99%	19%	25%
LNG	1.143	2.006	1.890	281	288	330
Biên LNG (%)	9%	17%	14%	14%	12%	11%
LNST	404	885	820	104	151	170
% YoY	-48%	119%	-7,3%	-46%	54%	12%
EPS (đ/cp)	755	1.773	1.643	519	800	901
BVPS (đ/cp)	13.569	13.706	14.235	13.037	13.200	13.500
Nợ/VCSH (lần)	0,82	0,80	0,86	0,26	0,39	0,42
ROA (%)	1,6%	3,2%	2,7%	1,9%	3,2%	3,4%
ROE (%)	6,9%	12,5%	10,2%	4,1%	7,8%	7,5%

CTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (VINACONEX) (VCG – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 17.400 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 21.600 VNĐ (+24,1%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng xây dựng hạ tầng của VCG được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ đầu tư công.** VCG là một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu và uy tín tại Việt Nam, tham gia tất cả các lĩnh vực xây dựng như: dự án giao thông, xây dựng công nghiệp, xây dựng dân dụng, ... trong đó có một số dự án giao thông lớn như 5 dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam GD1, 3 dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam GD2, các gói thầu xây dựng sân bay quốc tế Long Thành.
- **Giá trị backlog xây dựng lớn đảm bảo nguồn doanh thu.** Theo ước tính, tổng giá trị backlog còn lại của VCG khoảng gần 25.000 tỷ, dự kiến sẽ hoàn thành nhóm gói thầu này chậm nhất là năm 2027, đảm bảo nguồn ghi nhận doanh thu trong các năm tới cho doanh nghiệp. Với năng lực đã được khẳng định, dự kiến khối lượng backlog của VCG sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới từ những dự án đầu tư công mới của Chính phủ.
- **Mảng BĐS dần hồi phục.** Thị trường BĐS phía Bắc hồi phục, đặc biệt là thị trường Hà Nội giúp cho tỷ lệ hấp thụ các dự án mới của VCG ở mức tốt (dự án Green Diamond) tuy nhiên mảng BĐS dân cư thời gian tới có thể sẽ phục hồi chậm khi VCG không còn sẵn các sản phẩm để bán. Mảng BĐS KCN sẽ là động lực tăng trưởng mới khi doanh nghiệp đã được chấp thuận chủ trương đầu tư dự án KCN Đông Anh – Hà Nội vào tháng 4/2024. VCG đang triển khai 3 dự án KCN bao gồm: Khu CNC 2 Hòa Lạc (270 ha) đã cho thuê và 2 KCN đang triển khai đầu tư là Sơn Đông (Hà Nội) và Đông Anh (300 ha).

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Các dự án xây dựng bị chậm tiến độ triển khai ảnh hưởng từ công tác giải phóng mặt bằng hoặc ảnh hưởng từ các yếu tố bất lợi khác.
- Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn kế hoạch đề ra.
- Giá nguyên vật liệu biến động ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

## CTCP LIZEN (LCG – HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 10.500 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 11.800 VNĐ (+12,4%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Sở hữu lượng backlog lớn hỗ trợ tăng trưởng.** Doanh nghiệp hiện đang duy trì khối lượng hợp đồng chưa thực hiện lên tới gần 7.000 tỷ đồng bao gồm backlog chuyển tiếp từ năm 2023 tại các dự án như Vũng Áng – Bùng, Vân Phong – Nha Trang , Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, ... và phần thêm mới trong năm 2024 từ hợp đồng giá trị 1,4 nghìn tỷ tại dự án cao tốc Hữu Nghị – Chi Lăng. Dự án này được đầu tư theo phương thức đối tác công tư PPP (hợp đồng BOT) ký vào T4/2024. Nguồn backlog lớn giúp LCG có thể duy trì doanh thu ổn định tới cuối năm 2026.
- **Điểm rơi bàn giao một loạt dự án cao tốc từ cuối 2024 – 2026.** Một loạt dự án hạ tầng quan trọng như các dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam GD2 mà LCG đang thi công sẽ đến hạn hoàn thành trong giai đoạn từ Q2/2025 (30/04/2025) đến cuối năm 2025 theo chủ trương chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ và Bộ GTVT. 2 gói thầu thi công lớn nhất của LCG là Vũng Áng – Bùng, Vân Phong – Nha Trang đều đang đạt tiến độ thi công tích cực. Theo đó, LCG có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đáng kể từ những dự án này khi tiến hành bàn giao.
- **Trong thời gian tới, hoạt động đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh.** Quốc hội và Chính phủ vẫn đang tập trung chi tiêu cho hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2021 – 2025 và 2025 – 2030 với nguồn vốn đầu tư công lớn, đặc biệt là hạ tầng giao thông. LCG sẽ được hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư công với nhiều hợp đồng mới nhờ (i) kinh nghiệm của nhà thầu lâu năm với vai trò tổng thầu hàng loạt dự án lớn, (ii) tình hình tài chính tốt với tỷ lệ nợ vay thấp hơn so với doanh nghiệp trong ngành, (iii) năng lực thi công dự án với hệ thống máy móc hiện đại.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Các dự án xây dựng bị chậm tiến độ triển khai ảnh hưởng từ công tác giải phóng mặt bằng hoặc ảnh hưởng từ các yếu tố bất lợi khác.
- Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn kế hoạch đề ra.
- Giá nguyên vật liệu biến động ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

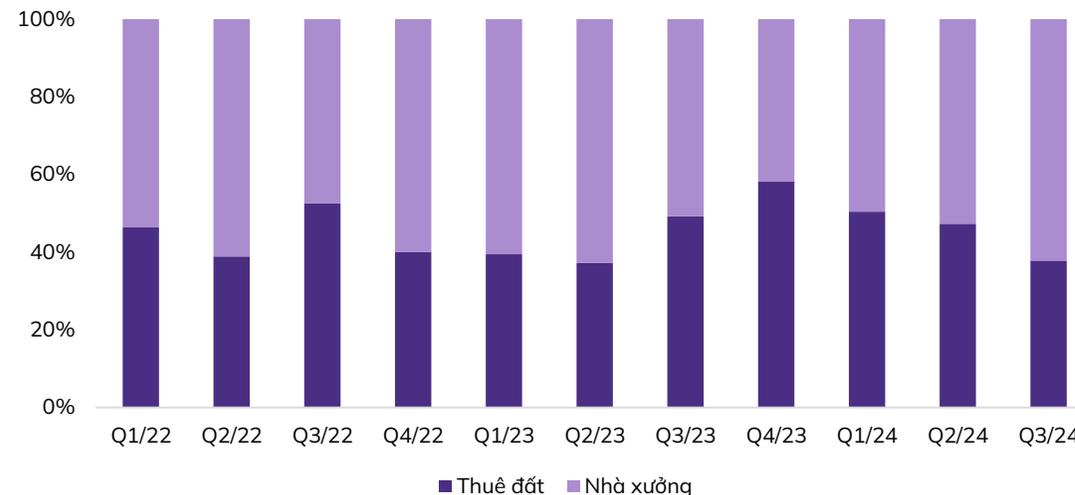
# XÂY DỰNG CÔNG NGHIỆP – HƯỞNG LỢI NHỜ DÒNG VỐN FDI TÍCH CỰC

➤ **Tích cực nhờ dòng vốn FDI mạnh mẽ.** Với việc dòng vốn FDI 11T/2024 tích cực và dự kiến tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới theo làn sóng dịch chuyển “Trung Quốc + 1” và lợi thế của Việt Nam như: (i) vị trí chiến lược, (ii) chi phí sản xuất cạnh tranh, (iii) cơ sở hạ tầng cải thiện, ... (chúng tôi phân tích cụ thể trong phần ngành BĐS KCN) sẽ giúp gia tăng khối lượng công việc đáng kể cho mảng xây dựng công nghiệp bao gồm: nhà xưởng, kho bãi hay hạ tầng nội khu khu công nghiệp.

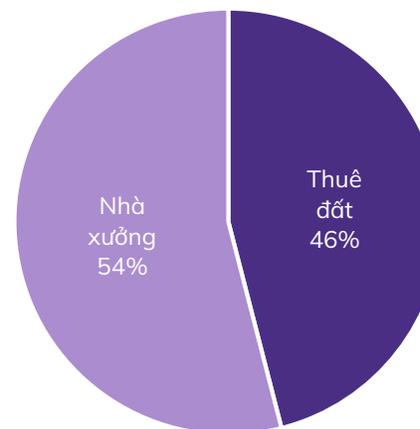
➤ **Gia tăng xu hướng thuê nhà xưởng.** Xu hướng gần đây các chủ đầu tư KCN bắt đầu gia tăng hình thức tự đầu tư nhà xưởng, kho bãi sau khi hoàn thiện hạ tầng rồi mới cho thuê thay vì cho thuê đất luôn như trước đây khi các nhà đầu tư nước ngoài khi chuyển đến Việt Nam sản xuất đã có đơn hàng và muốn rút ngắn thời gian đầu tư. Trong 9T/2024, tỷ lệ phân bổ cho thuê nhà xưởng là 54% trong khi thuê đất là 46%. Điều này sẽ mang lại lợi thế nhiều hơn cho các nhà thầu xây dựng trong nước khi các doanh nghiệp FDI thường yêu cầu cao về năng lực thi công, tài chính cũng như một số yếu tố khác về quản trị như ESG.

➤ **Sự cạnh tranh trong ngành cũng sẽ dần tăng lên.** Nhiều nhà thầu lớn trong lĩnh vực xây dựng dân dụng/hạ tầng đang có xu hướng dịch chuyển sang mảng công nghiệp trong bối cảnh mảng xây dựng dân dụng chưa thật sự khởi sắc khi thị trường BĐS mới ở giai đoạn đầu chu kỳ hồi phục, mảng xây dựng công nghiệp với biên lãi gộp cao, dòng tiền tốt khi các khoản nợ phải thu khó đòi thấp (do khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp FDI), theo đó sẽ gia tăng tính cạnh tranh trong mảng này. Các doanh nghiệp có quy mô lớn, lợi thế về năng lực thi công, thích ứng tốt với văn hóa làm việc của các đơn vị nước ngoài, chú trọng quản trị doanh nghiệp sẽ nắm được ưu thế khi đấu thầu các dự án xây dựng công nghiệp lớn.

Tỷ trọng dự án thuê đất và nhà xưởng



Phân bổ dự án FDI 9T/2024 theo loại hình



Một số dự án xây dựng công nghiệp lớn

Dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Nhà thầu
Nhà máy LEGO	10.000	CTD
Nhà máy Foxconn Bắc Giang	7.500	CTD
Nhà máy Pandora	3.750	CTD
Nhà máy PepsiCo	2.500	CTD
Nhà xưởng KCN Bá Thiện 1 & Nam Bình Xuyên Green Park	5.000	HBC

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CTD trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Doanh nghiệp sở hữu khối lượng backlog công trình công nghiệp lớn cùng với năng lực thi công đầu ngành.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp P/B và P/E.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	CTD		
	NĐTC 2024	NĐTC 2025F	NĐTC 2026F
Doanh thu	21.045	25.326	27.425
<b>%YoY</b>	<b>30%</b>	<b>20%</b>	<b>8%</b>
LNG	694	962	1.124
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>
LNST	310	495	620
<b>% YoY</b>	<b>358%</b>	<b>60%</b>	<b>25%</b>
EPS (đ/cp)	2.987	4.779	5.960
BVPS (đ/cp)	85.973	88.206	92.428
Nợ/VCSH (lần)	0,17	0,18	0,20
ROA (%)	2,7%	2,0%	2,8%
ROE (%)	7,2%	5,4%	6,8%

CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (CTD – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 65.800 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 76.600 VNĐ (+16,4%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng xây dựng công nghiệp vẫn là điểm sáng.** CTD với vị thế của tổng thầu xây dựng đầu ngành, sở hữu năng lực thi công vượt trội đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe của nhà đầu tư nước ngoài, đang sở hữu lượng backlog dự án lớn, ước tính gần 30.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 – 2027, đảm bảo nguồn ghi nhận KQKD trong những năm tới. Ngoài ra, với tiềm năng thu hút dòng vốn FDI lớn của Việt Nam, cùng việc CTD tiên phong áp dụng mô hình quản trị theo ESG sẽ giúp doanh nghiệp có thể tiếp tục gia tăng đáng kể các hợp đồng xây dựng công nghiệp.
- **Mảng xây dựng dân dụng đã có những tín hiệu phục hồi.** Thị trường BĐS đã có dấu hiệu phục hồi trong năm 2024 khi cả nguồn cung và cầu tăng lên đáng kể. Dự kiến trong năm 2025 khi nguồn cung tiếp tục tăng, các hỗ trợ về chính sách pháp lý của Chính phủ sẽ giúp thị trường BĐS khởi sắc hơn, qua đó giúp mảng xây dựng dân dụng phục hồi sau giai đoạn gần 5 năm chìm trong khó khăn.
- **Biên lợi nhuận có thể tiếp tục gia tăng.** Với việc các gói thầu xây dựng công nghiệp tiếp tục tăng trong giai đoạn tới cùng với áp lực trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi giảm xuống (khi đã hoàn tất trích lập với các chủ đầu tư trong giai đoạn trước đây), biên lợi nhuận của doanh nghiệp có thể sẽ tiếp tục được mở rộng.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Các khoản phải thu khó đòi gia tăng làm tăng trích lập dự phòng.
- Thị trường BĐS trong nước tiếp tục phục hồi chậm.
- Rủi ro dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam chậm lại do những chính sách mới dưới thời Tổng thống Mỹ Donald Trump.



# NGÀNH THÉP

Động lực từ thị trường nội địa

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

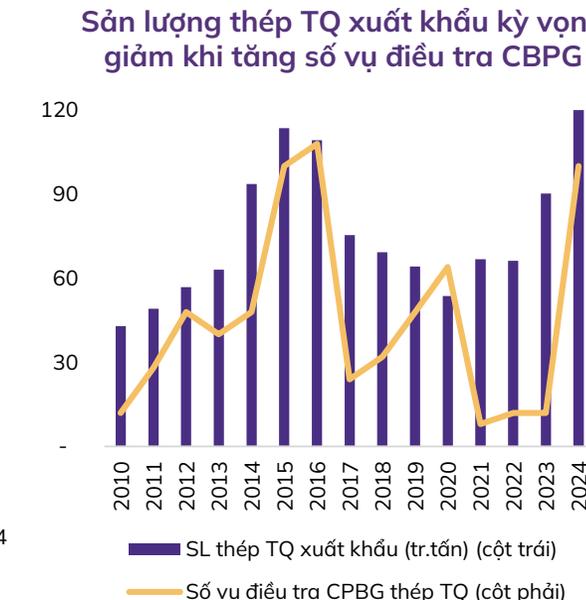
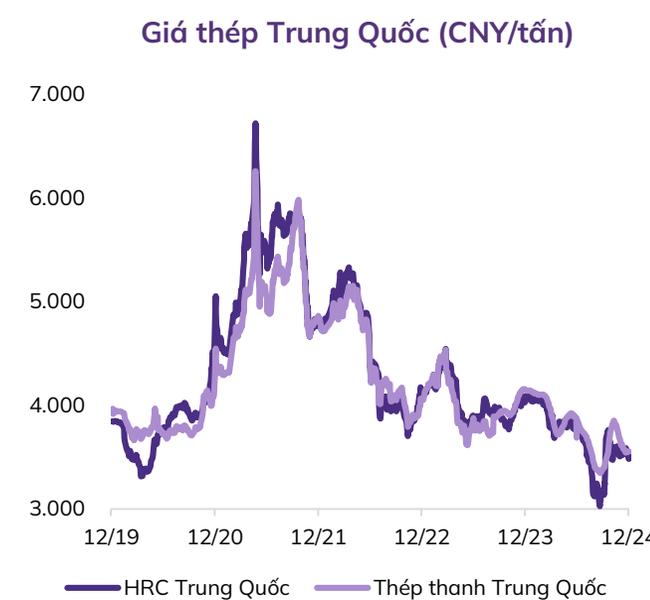
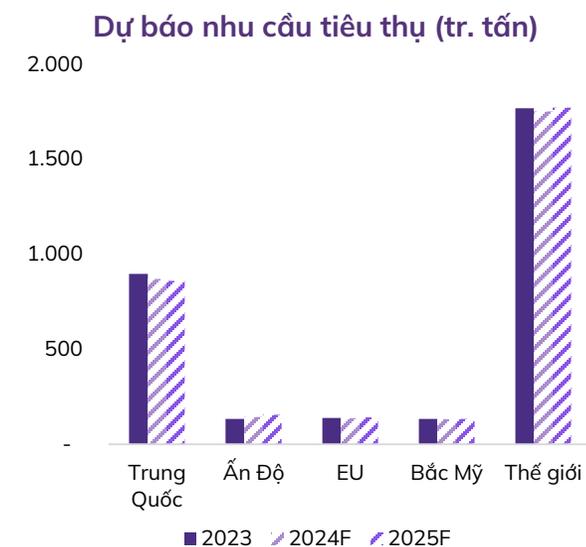
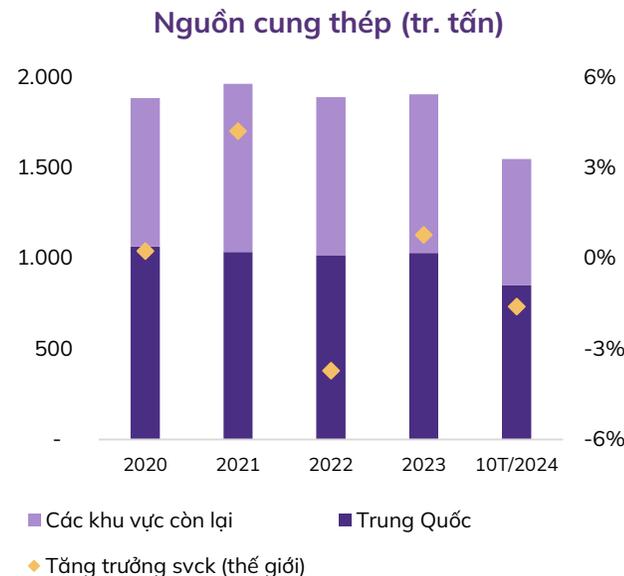


# THỊ TRƯỜNG THÉP THẾ GIỚI BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI KINH TẾ TRUNG QUỐC

➤ **Nguồn cung vẫn yếu.** Theo Hiệp hội Thép thế giới (WSA), sản lượng sản xuất thép lũy kế 10T/2024 đạt 1,54 tỷ tấn (-1,6% svck) do sự sụt giảm tại thị trường Trung Quốc khi lượng sản xuất đạt 850,7 triệu tấn (-3% svck). Trung Quốc đã chủ động cắt giảm lượng thép sản xuất khi thị trường BĐS vẫn ảm đạm ảnh hưởng đến tình hình tiêu thụ thép (ước tính sản lượng phục vụ hoạt động xây dựng chiếm gần 50%), lượng thép tồn kho lớn. WSA đánh giá trong năm 2025 nguồn cung thép thế giới vẫn ở mức yếu.

➤ **Nhu cầu tiêu thụ dự kiến phục hồi nhẹ trong 2025.** Trong bối cảnh thị trường BĐS Trung Quốc vẫn đóng băng, WSA cho rằng nhu cầu thép của Trung Quốc tiếp tục giảm svck trong năm 2024/2025 ở mức 3%/1% tương đương đạt khoảng 869/860 triệu tấn. Theo đó, nhu cầu thép toàn cầu trong năm 2024 được dự báo giảm 0,9% svck về 1,75 tỷ tấn, năm 2025 sẽ phục hồi nhẹ 1,2% lên mức 1,77 tỷ tấn (sau 3 năm giảm liên tiếp) nhờ vào tăng trưởng của các quốc gia ngoài Trung Quốc như Ấn Độ (dự kiến tăng 8%) và các quốc gia mới nổi.

➤ **Giá thép được hỗ trợ bởi chính sách kích thích của Trung Quốc nhưng dự kiến vẫn diễn biến khó lường.** Sau những thông tin về gói hỗ trợ kích thích kinh tế lớn của Trung Quốc, tâm lý thị trường tích cực đã giúp giá thép phục hồi từ vùng đáy trong T9/2024. Tuy nhiên, xu hướng giá thép vẫn diễn biến khó lường khi nhu cầu yếu và nguồn cung dư thừa tại Trung Quốc vẫn là trở ngại lớn với đà tăng giá. Cùng đó, các biện pháp phòng vệ thương mại, thuế chống bán phá giá (CBPG) được đẩy mạnh áp dụng tại nhiều quốc gia để phòng ngừa thép giá rẻ từ Trung Quốc.



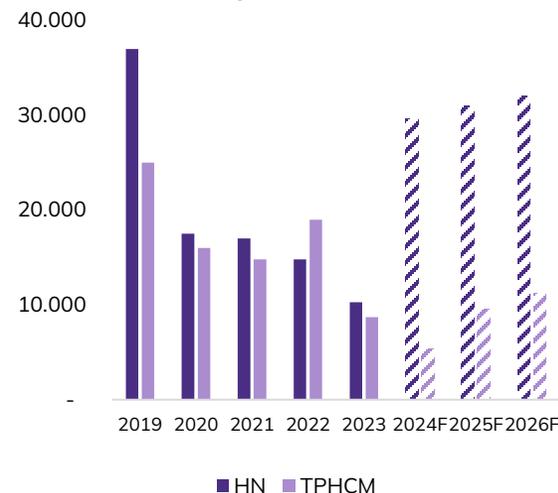
# SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ CỦA THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG

## ➤ Sản lượng nội địa được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ vào yếu tố:

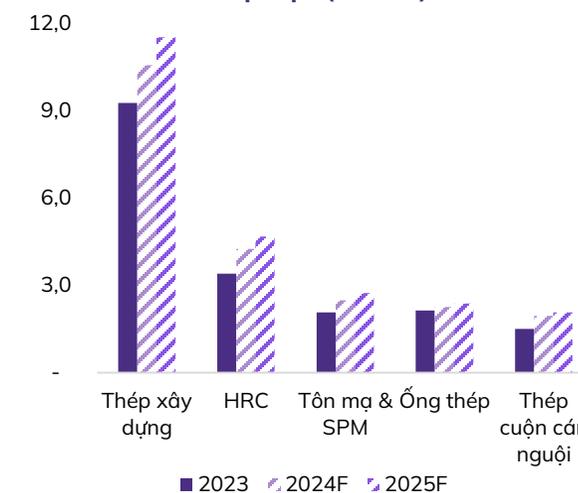
- **Xây dựng dân dụng:** với vị thế chiếm 60% nhu cầu thép, thị trường BĐS và hoạt động xây dựng dân dụng chiếm chủ yếu trong tiêu thụ thép nội địa. Nguồn cung sản phẩm BĐS dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2025 tại cả thị trường Hà Nội và TP.HCM sẽ giúp thúc đẩy sản lượng thép bán ra. Trong 10T/2024, đã chứng kiến sự tích cực này khi nguồn cung BĐS bước đầu hồi phục. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), tổng lượng tiêu thụ toàn ngành đạt 24,5 triệu tấn (+15,4% svck), tăng trưởng ở hầu hết các sản phẩm ngoại trừ HRC, ấn tượng nhất là thép xây dựng khi sản lượng bán trong T10/2024 ở mức cao nhất trong 4 năm trở lại đây.
- **Đầu tư công** tiếp tục được đẩy mạnh trong năm 2025 – năm cuối của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021 – 2025 với nhiều mục tiêu và dự án lớn như phần đấu hoàn thành ít nhất 3.000 km đường bộ cao tốc, cơ bản hoàn thành sân bay Long Thành, đường vành đai 3 TP.HCM, Vành đai 4 Hà Nội, ... Trong dài hạn hơn, dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam với vốn đầu tư 67 tỷ USD sẽ là đại dự án giúp thúc đẩy tiêu thụ lượng lớn vật liệu xây dựng, đặc biệt là thép.

- **Sản lượng xuất khẩu có thể sẽ giảm.** WSA dự báo nhu cầu thép toàn cầu trong năm 2025 có thể phục hồi nhẹ 1,2% svck, tập trung chính tại Ấn Độ và một số thị trường mới nổi. Tuy nhiên, với việc các quốc gia gia tăng áp dụng biện pháp phòng vệ thương mại, thị trường này dự kiến sẽ gặp nhiều khó khăn hơn. Trong năm 2024, một số cuộc điều tra đáng chú ý với thép của Việt Nam như: HRC và tôn mạ từ EU và Ấn Độ trong Q3/2024, thép chống ăn mòn từ Mỹ.

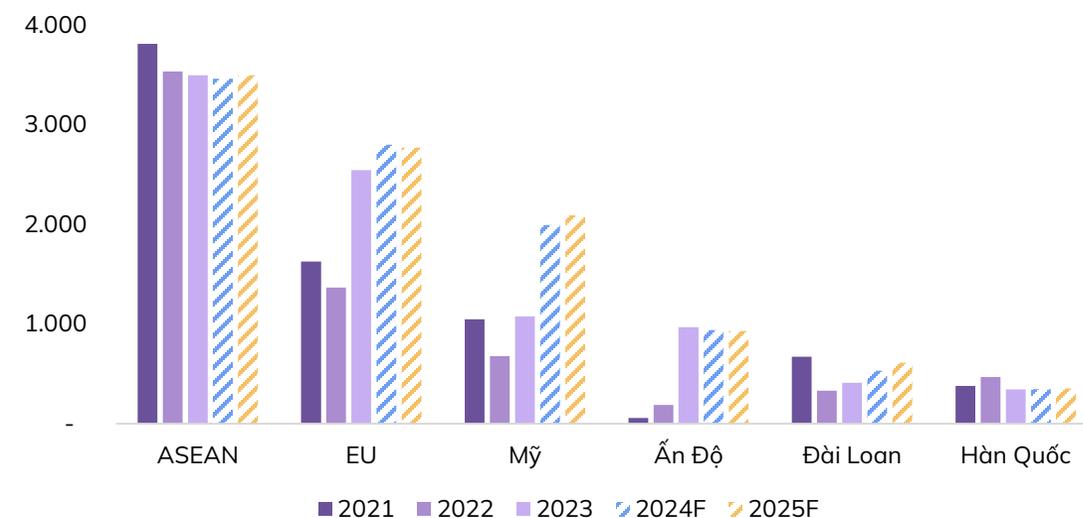
Nguồn cung chung cư mới tại Hà Nội và TP.HCM



Dự báo sản lượng thép tiêu thụ nội địa (tr. tấn)



Dự báo sản lượng tiêu thụ thép xuất khẩu của một số thị trường chính (nghìn tấn)



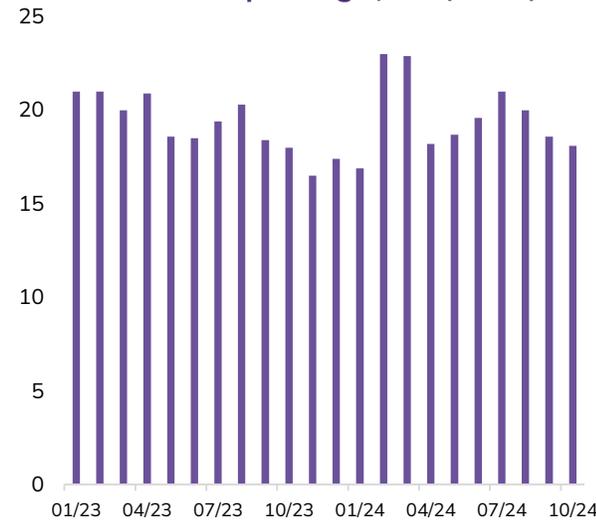
## BIÊN LỢI NHUẬN NGÀNH ĐƯỢC CẢI THIỆN

### ➤ Giá thép kỳ vọng phục hồi nhẹ trong năm 2025.

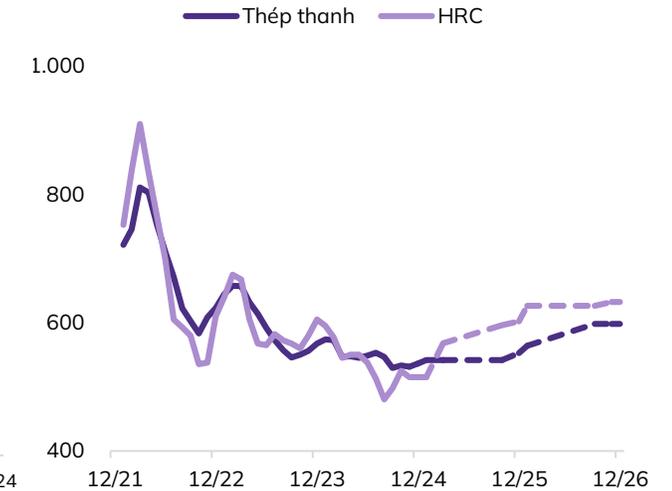
- **Giá thép Trung Quốc không còn giảm mạnh.** Chúng tôi cho rằng giá thép Trung Quốc trong năm 2025 có thể biến động trong phạm vi hẹp hơn gần vùng đáy do một số yếu tố (i) các chính sách kích thích đưa ra trong năm 2024 của chính phủ Trung Quốc được hấp thụ, (ii) chủ động cắt giảm lượng thép sản xuất để thu hẹp chênh lệch cung – cầu, (iii) nhu cầu xây dựng phục hồi dần ở thị trường ngoài Trung Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý giá thép Trung Quốc có thể sẽ tiếp tục biến động khó lường do tâm lý thị trường thay đổi theo dữ liệu kinh tế của Trung Quốc cũng như những biện pháp bảo hộ thương mại của các quốc gia áp dụng với thép Trung Quốc.
- **Cầu trong nước hỗ trợ giá bán.** Với nhu cầu tiêu thụ tích cực của thép tại Việt Nam phục vụ hoạt động xây dựng sẽ là nhân tố hỗ trợ giá thép cải thiện, đặc biệt là giá thép xây dựng.

➤ **Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá bán tăng mạnh hơn giá nguyên vật liệu.** Theo dự báo của JP Morgan, với kỳ vọng nguồn cung xuất khẩu tại Úc hồi phục và nhu cầu sản xuất vẫn tiếp tục suy yếu tại Trung Quốc sẽ giúp cho giá xuất khẩu nguyên vật liệu quặng sắt và than cốc giữ ở mức hỗ trợ cho các doanh nghiệp sản xuất thép. Giá quặng sắt trong 2024 và 2025 dự báo đạt 105 và 90 USD/tấn còn giá than cốc được dự báo ở ngưỡng 240 USD/tấn tới năm 2024 và 190 USD/tấn vào năm 2025. Giá bán thép tăng mạnh hơn giá vật liệu sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong ngành.

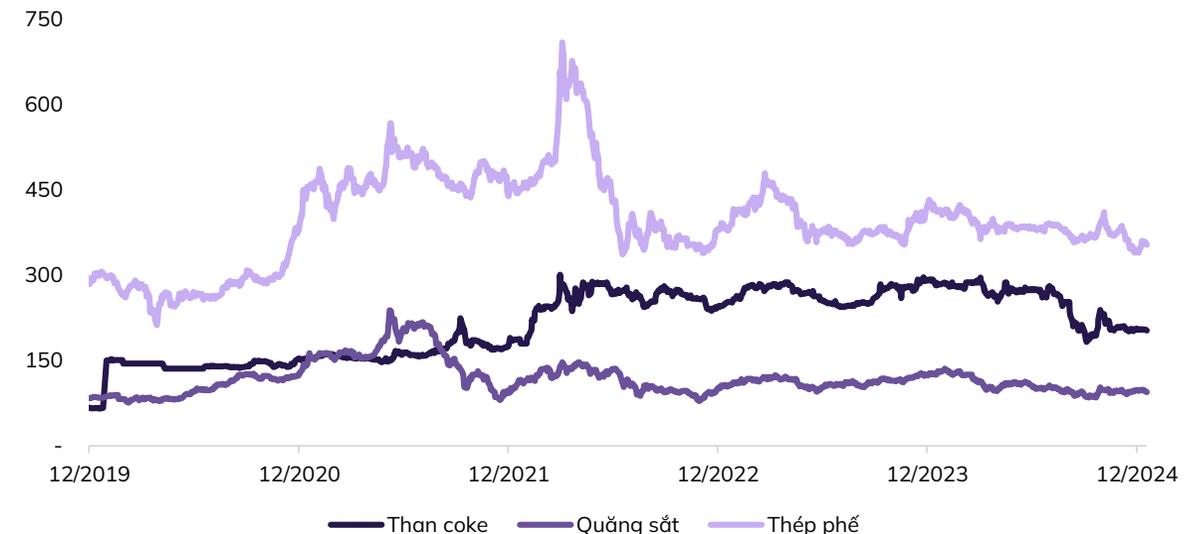
Tồn kho thép Trung Quốc (tr.tấn)



Dự báo giá thép Việt Nam (USD/tấn)



Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào (USD/tấn)

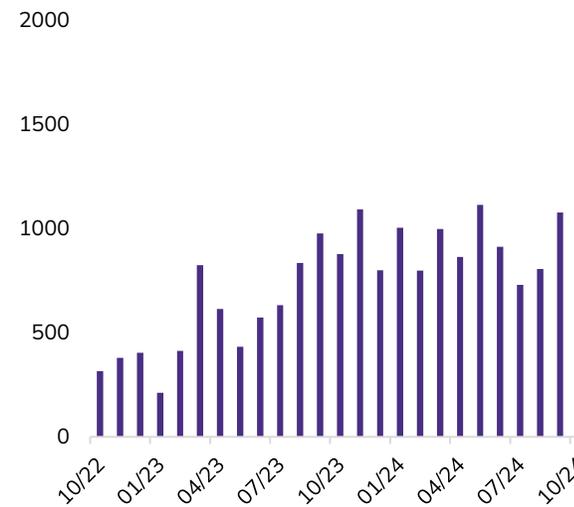


# ÁP THUẾ CBPG HỖ TRỢ DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT THÉP TRONG NƯỚC

Trong bối cảnh lượng HRC và tôn mạ giá rẻ nhập khẩu vào Việt Nam tăng mạnh, có thể gây thiệt hại tới các đơn vị sản xuất trong nước, Bộ Công thương đã tiến hành cuộc điều tra với các sản phẩm này, 2 vụ việc đáng chú ý đang được thực hiện gần đây gồm AD19 – tôn mạ nhập từ Trung Quốc, Hàn Quốc; AD20 – HRC nhập từ Trung Quốc và Ấn Độ. Theo thông tin từ Bộ Công thương trong buổi họp báo Q3/2024, kết quả điều tra sơ bộ chậm nhất sẽ được công bố trong T11/2024. Tuy nhiên, hiện tại chúng tôi chưa quan sát thấy Bộ Công thương công bố kết quả điều tra chính thức 2 vụ việc này, theo đó quyết định cuối cùng có thể bị chậm hơn so với kế hoạch. Chúng tôi cho rằng kết quả sẽ được công bố trong năm 2025, và áp dụng thuế CBPG với các sản phẩm tôn mạ và HRC mang lại những tác động tích cực:

- **Nhóm doanh nghiệp kinh doanh HRC** như HPG hay Formosa sẽ được hưởng lợi khi giảm được sự cạnh tranh của làn sóng thép HRC giá rẻ đã liên tục nhập khẩu vào Việt Nam từ Trung Quốc trong năm 2024 (10T/2024 lượng thép nhập khẩu đạt 10,2 triệu tấn, tăng 58,9% svck). Nhu cầu HRC trong nước (12-14 triệu tấn/năm) vẫn cao hơn công suất trong nước (8-9 triệu tấn/năm) sẽ giúp cải thiện sản lượng tiêu thụ cũng như giá bán của HRC trong nước.
- **Nhóm doanh nghiệp kinh doanh tôn mạ** như NKG, HSG, GDA, ... sẽ có sự phân hóa. Thuế CBPG áp dụng với sản phẩm HRC (là nguyên liệu đầu vào sản xuất tôn mạ) sẽ làm gia tăng chi phí sản xuất, theo đó làm giảm lợi nhuận và tác động tiêu cực tới nhóm doanh nghiệp này. Còn đối với thuế CBPG áp dụng cho tôn mạ sẽ giúp các doanh nghiệp này được hưởng lợi.

Sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc (nghìn tấn)



Việt Nam dẫn đầu trong các quốc gia nhập khẩu thép TQ trong 10T/2024



Một số vụ việc điều tra liên quan đến phòng vệ thương mại các sản phẩm thép nhập khẩu vào Việt Nam

Năm	Mã vụ việc	Sản phẩm	Thị trường
2016	SG05	Tôn màu	Thế giới
2016	AD02	Tôn mạ	Trung Quốc, Hàn Quốc
2018	AD01	Thép không gỉ cán nguội	Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan
2019	AD08	Thép cacbon cán nguội	Trung Quốc, Hàn Quốc
2020	AD04	Tôn mạ màu	Trung Quốc, Hàn Quốc
2020	SG04	Phôi thép và thép dài	Thế giới
2023	AD17	Cán thép dự ứng lực	Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan
2024	AD19	Tôn mạ	Trung Quốc, Hàn Quốc
2024	AD20	HRC	Trung Quốc, Ấn Độ

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu HPG trong ngành dựa trên tiêu chí:

- Vị thế doanh nghiệp đầu ngành, được hưởng lợi từ sự khởi sắc của thị trường BĐS, thúc đẩy đầu tư công cũng như các biện pháp CBPG với thép nhập khẩu.
- Tình hình tài chính an toàn với rủi ro thanh khoản thấp.
- Giá cổ phiếu còn dư địa tăng trưởng, được định giá theo phương pháp FCFF và P/E.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	HPG		
	2023	2024F	2025F
Doanh thu	118.953	139.439	163.605
<b>%YoY</b>	<b>-16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
LNG	12.847	21.195	25.522
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>10,8%</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,6%</b>
LNST	6.835	12.757	15.414
<b>% YoY</b>	<b>-19%</b>	<b>87%</b>	<b>21%</b>
EPS (đ/cp)	1.175	1.994	2.410
BVPS (đ/cp)	17.685	18.072	20.526
Nợ/VCSH (lần)	0,64	0,69	0,67
ROA (%)	3,8%	6,3%	6,8%
ROE (%)	6,9%	11,7%	12,8%

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 26.750 VNĐ - GIÁ MỤC TIÊU: 33.500 VNĐ (+25,2%)

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2024 tăng trưởng tích cực nhờ sản lượng thép tiêu thụ phục hồi.** Doanh thu 9T/2024 của HPG đạt 104 nghìn tỷ (+23,4% svck), chủ yếu nhờ mức tăng trưởng doanh thu của mảng thép (+23% svck). Sản lượng tiêu thụ trong 9T/2024 của thép xây dựng đạt 3,3 triệu tấn (+29% svck), HRC đạt 2,3 triệu tấn (+14% svck). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ đạt 9.213 tỷ đồng (+139% svck), biên lợi nhuận ròng đạt 8,8% (so với mức 4,5% cùng kỳ năm trước).
- **Nhu cầu thép xây dựng dự báo có thể phục hồi tích cực trong năm 2025** nhờ thị trường BĐS hồi phục với nguồn cung gia tăng cả ở thị trường Hà Nội và TP.HCM cùng với việc tiếp tục đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. HPG với vị thế là là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực thép đặc biệt là thép xây dựng sẽ được hưởng lợi lớn khi sản lượng thép tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng.
- **Kỳ vọng vào kết quả điều tra CBPG và nhà máy Dung Quất 2 đi vào vận hành.** Giai đoạn 1 Dự án Dung Quất 2 được đưa vào chạy thử cuối năm 2024 và sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ nửa sau của năm 2025, dự kiến giúp sản lượng HRC của HPG tăng trưởng trong những năm tới. Đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung HRC trong nước chưa đủ để đáp ứng nhu cầu trong nước, HRC giá rẻ từ Trung Quốc đang xuất khẩu ồ ạt vào Việt Nam. Bộ Công thương đang trong quá trình điều tra CBPG với các sản phẩm thép HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ. Trong trường hợp các biện pháp bảo hộ thương mại được áp dụng, các nhà sản xuất trong nước sẽ được hưởng lợi, qua đó thúc đẩy sản lượng bán và giá bán HRC của HPG.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

- Thị trường bất động sản trong nước phục hồi chậm hơn so với dự kiến kéo theo tác động tới ngành xây dựng và vật liệu xây dựng.
- Quá trình phục hồi chậm của nền kinh tế và thị trường BĐS Trung Quốc cũng như các biện pháp bảo hộ thương mại của các quốc gia trên thế giới với thép Trung Quốc có thể ảnh hưởng tới giá thép.
- Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cao hơn dự kiến làm giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

# NGÀNH ĐIỆN

Dẫn hoàn thiện khung pháp lý, hướng đến kỷ nguyên vươn mình

Phân khúc	Triển vọng	Khuyến nghị
Điện khí	Trung lập	Trung lập
Điện than	Tích cực	Trung lập
Điện NLTT	Trung lập	Trung lập
Thủy điện	Tích cực	Tăng tỷ trọng
Xây lắp & Tư vấn điện	Tích cực	Tăng tỷ trọng



Trải nghiệm ngay ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá ABS Web Trading



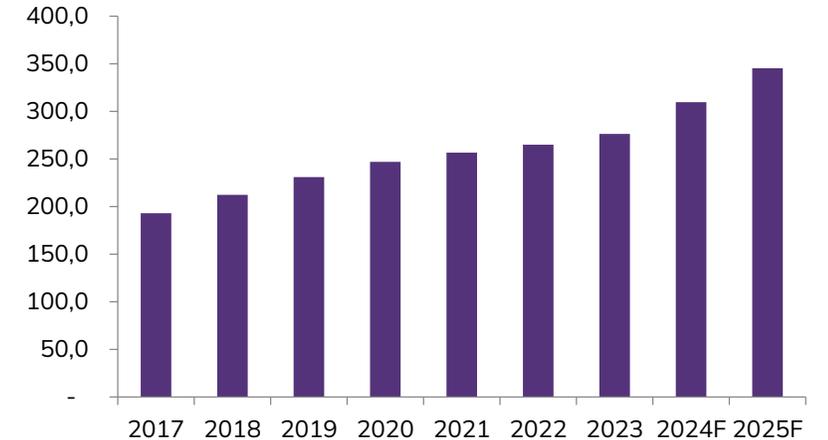
## ➤ Tăng trưởng điện năng năm 2024 tích cực:

- Lũy kế 11T/2024, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống đạt 284,7 tỷ kWh (+10,6% svck), trong đó điện năng cho công nghiệp - xây dựng tăng 10,53%, điện năng cho thương mại - dịch vụ tăng 11,9%, điện năng cho sinh hoạt tăng 9,88%. Nguyên nhân điện năng tăng trưởng tích cực theo chúng tôi là do: i) Hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi & tăng trưởng tốt; ii) Thời tiết nắng nóng kéo dài.
- Về cơ cấu nguồn điện, điện than vẫn chiếm tỷ trọng chủ đạo (48,7% cơ cấu sản lượng), tiếp đến là thủy điện (29,5%), điện NLTT (12,7%), điện khí (7,1%)....
- Trong tháng 10/2024, EVN cũng tiến hành tăng giá bán lẻ điện lên 2.103 đồng/kWh (+4,8% so với trước đó).

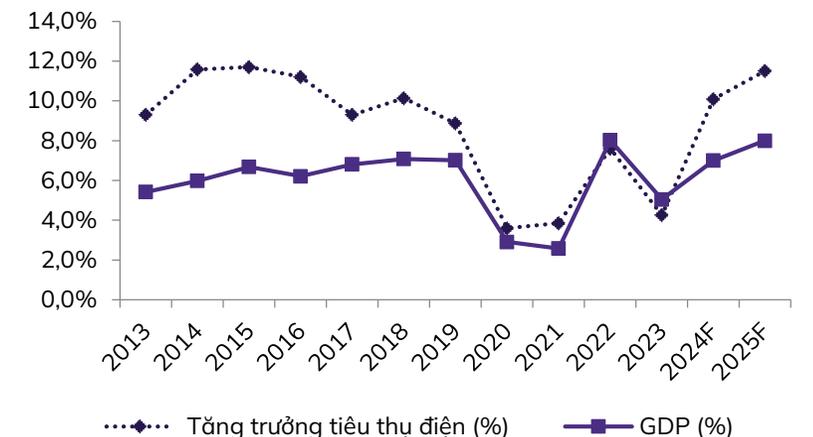
## ➤ Nhu cầu điện năm 2025 dự báo tăng trưởng mạnh mẽ, động lực đến từ việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế:

- Mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 được Quốc hội giao cho Chính phủ là 6,5% - 7%, phấn đấu 7% - 7,5%. Chính phủ phấn đấu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số.
- Xu hướng dòng vốn chuyển dịch về Việt Nam sau khi Tổng thống Mỹ bắt đầu nhiệm kỳ mới Trump 2.0.
- Trong nước thúc đẩy đầu tư công mạnh mẽ.
- Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng, nhất là cho các hoạt động sản xuất công nghiệp và dịch vụ. Bên cạnh đó, Chính phủ đặt quyết tâm năm 2025 tuyệt đối không để xảy ra tình trạng thiếu điện., do đó mục tiêu tăng trưởng nhu cầu điện năm 2025 từ 11% trở lên.
- **Các kịch bản cung ứng điện cho năm 2025:**
  - **Kịch bản cơ sở:** Tăng trưởng điện năng phải đạt từ 11-12%, các tháng mùa khô phải đạt từ 13% trở lên.
  - **Kịch bản cao:** Từ 12-13% trở lên, các tháng mùa khô phải đạt 14% trở lên.
  - **Kịch bản cực đoan:** Phải đạt từ 14-15% trở lên, các tháng mùa khô phải đạt 16% trở lên.

Sản lượng điện toàn hệ thống giai đoạn 2017-2025F (tỷ kWh)

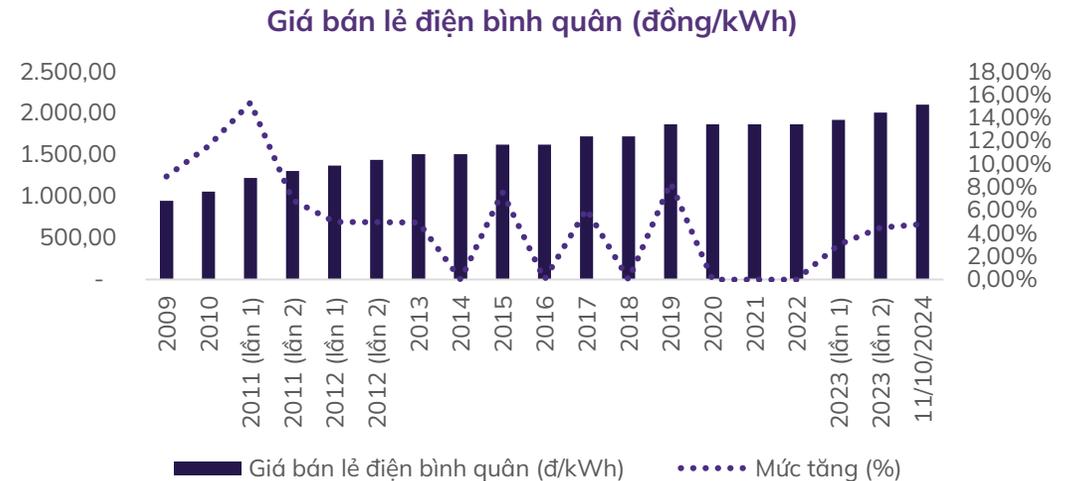
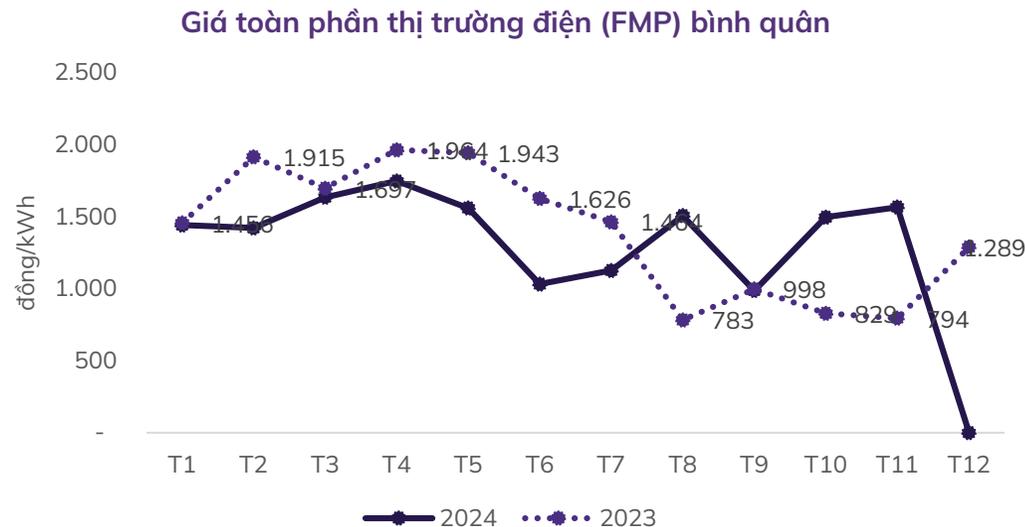
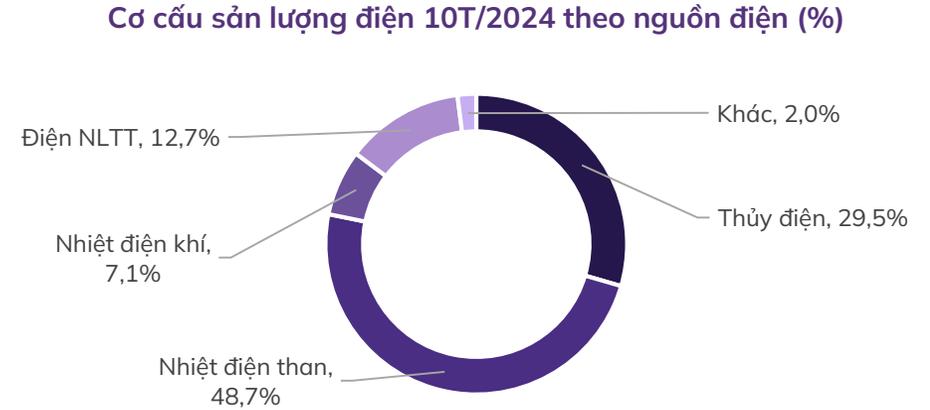
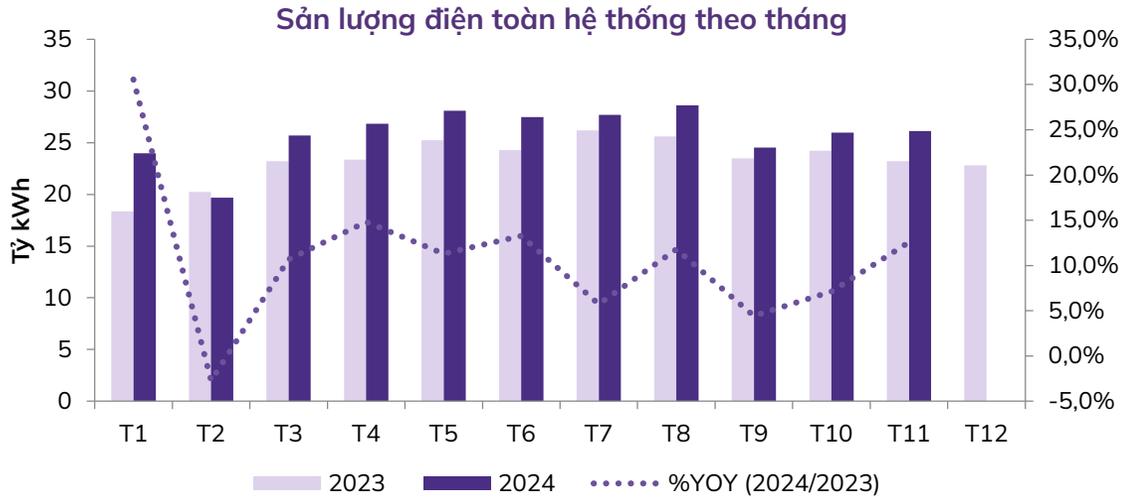


Tăng trưởng tiêu thụ điện vs GDP 2013-2025F (%)



Nguồn: GSO & EVN, ABS Research

## Tình hình hoạt động thị trường điện năm 2024



Nguồn: PGV & EVN, ABS Research

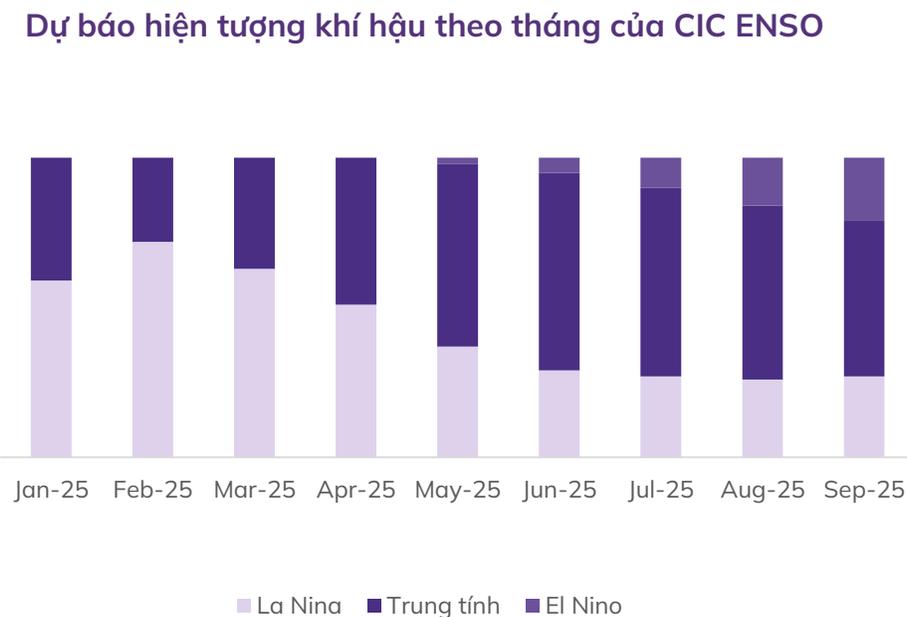
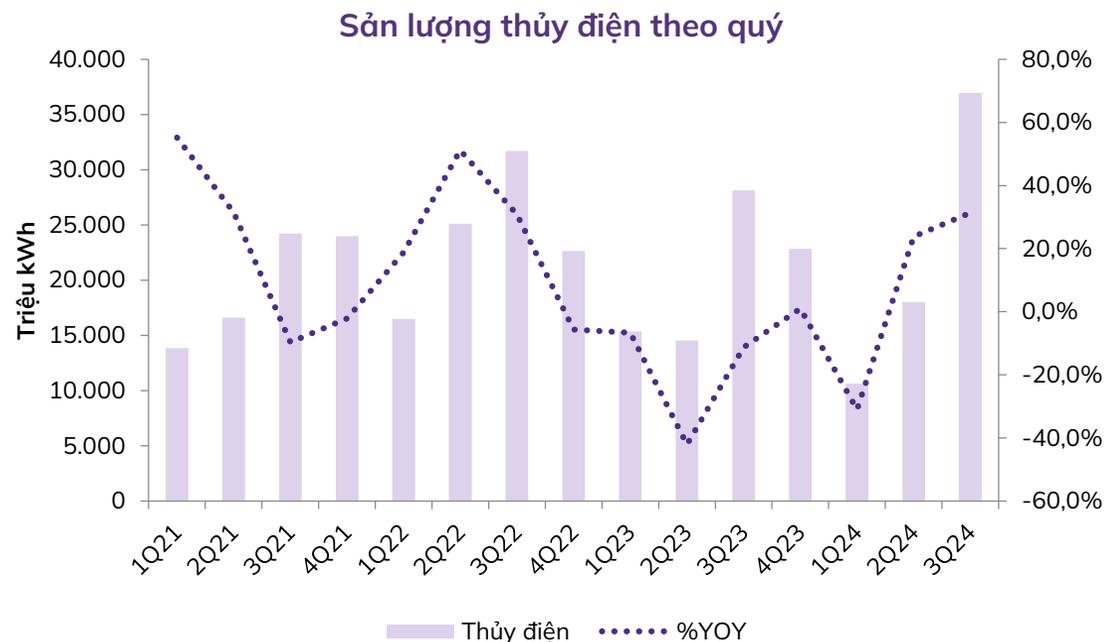
- Năm 2024, ngành điện đã có nhiều bước tiến về thể chế. Nhiều văn bản, quy phạm pháp luật liên quan ngành điện đã được ban hành như Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII; Cơ chế phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ; Quy định về vận hành Thị trường bán buôn điện cạnh tranh; Khung giá nhập khẩu điện từ Lào; Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) giữa các đơn vị điện Năng lượng tái tạo (NLTT) và khách hàng sử dụng điện lớn; Khung giá phát điện nhà máy điện khí LNG... Đặc biệt, Luật điện lực sửa đổi được Quốc hội thông qua ngày 30/11/2024 và có hiệu lực từ 1/2/2025.. Và ngay sau đó, ngày 11/12/2024, Thủ tướng Chính phủ ký quyết định số 1544/QĐ-TTg ban hành Kế hoạch triển khai thi hành Luật Điện lực.
- Hiện, Bộ Công thương cũng đang khẩn trương dự thảo các Nghị định hướng dẫn Luật điện lực như:
  - Dự thảo Nghị định quy định về cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa Đơn vị phát điện NLTT với Khách hàng sử dụng điện lớn (thay thế Nghị định 80/2024/NĐ-CP).
  - Dự thảo Nghị định quy định chi tiết thi hành Luật Điện lực về bảo vệ công trình điện lực và an toàn trong lĩnh vực điện lực.
  - Dự thảo Nghị định quy định chi tiết một số điều của Luật Điện lực về phát triển điện NLTT, điện năng lượng mới. Việc phát triển điện NLTT & năng lượng mới là một trong 7 điểm đổi mới quan trọng của Luật điện lực sửa đổi.
- **Có thể nói, việc ban hành nhiều văn bản quy phạm pháp luật hướng dẫn, điều chỉnh giúp dẫn tạo khung pháp lý hoàn chỉnh, mở đường cho việc triển khai nhiều dự án lớn của ngành, từ đó giúp ngành điện dẫn tiến tới kỷ nguyên vươn mình. Chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ tiếp tục là một năm hoàn thiện thể chế ngành điện lực để tạo bước phát triển cho giai đoạn tới.**

Nội dung văn bản	Tên văn bản	Ngày ban hành	CQ ban hành
Kế hoạch triển khai thi hành Luật Điện lực	1544/QĐ-TTg	11/12/2024	Thủ tướng Chính phủ
Luật điện lực sửa đổi	61/2024/QH15	30/11/2024	Quốc hội
Cơ chế phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ	135/2024/NĐ-CP	22/10/2024	Chính phủ
Vận hành Thị trường bán buôn điện cạnh tranh	21/2024/TT-BCT	10/10/2024	Bộ Công Thương
Khung giá nhập khẩu điện từ Lào	2647/QĐ-BCT	8/10/2024	Bộ Công Thương
Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA)	80/2024/NĐ-CP	3/7/2024	Chính phủ
Khung giá phát điện nhà máy điện khí LNG	1260/QĐ-BCT	7/5/2024	Bộ Công Thương
Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII	262/QĐ-TTg	1/4/2024	Thủ tướng Chính phủ
Xây dựng khung giá phát điện NLTT	EVN trình tính toán khung giá 2025 lên Bộ Công Thương. Trước đó, có một số văn bản liên quan đã ban hành như: Thông tư 15/2022/TT-BCT & Thông tư số 19/2023/TT-BCT		
Giá bán lẻ điện 2 thành phần	EVN đã đề xuất lên Bộ Công thương vào tháng 11/2024, dự kiến lộ trình sẽ là 2 giai đoạn: giai đoạn thử nghiệm và giai đoạn		

Nguồn: ABS Research

# THỦY ĐIỆN VẪN TĂNG TRƯỞNG TỐT NỬA ĐẦU NĂM NHỜ LA NINA

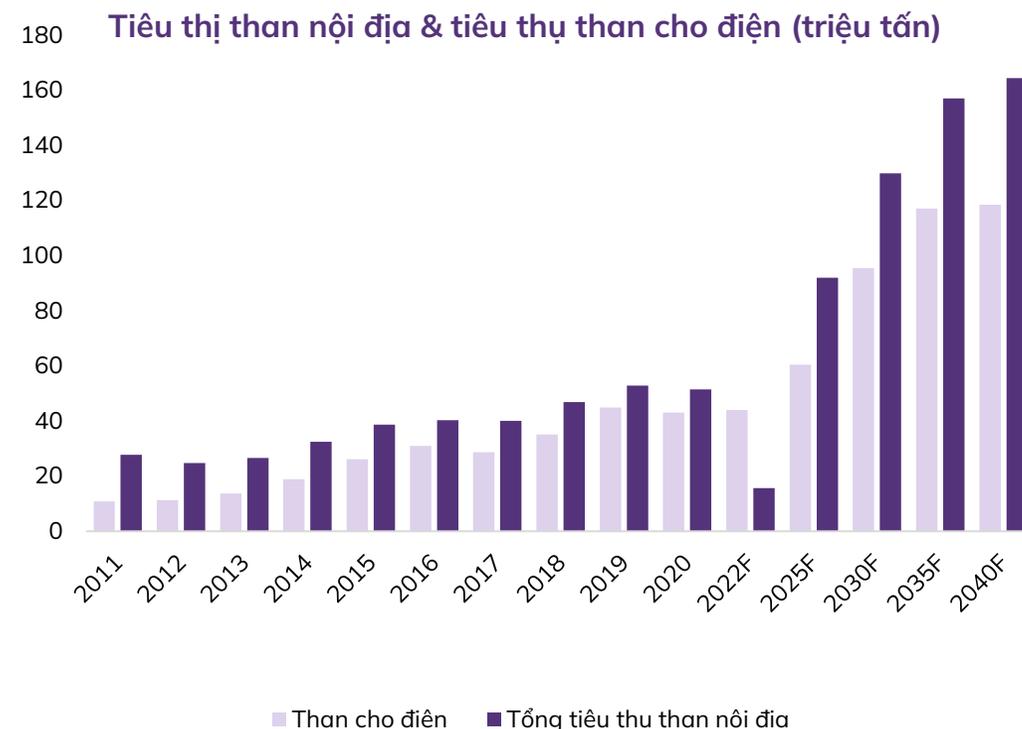
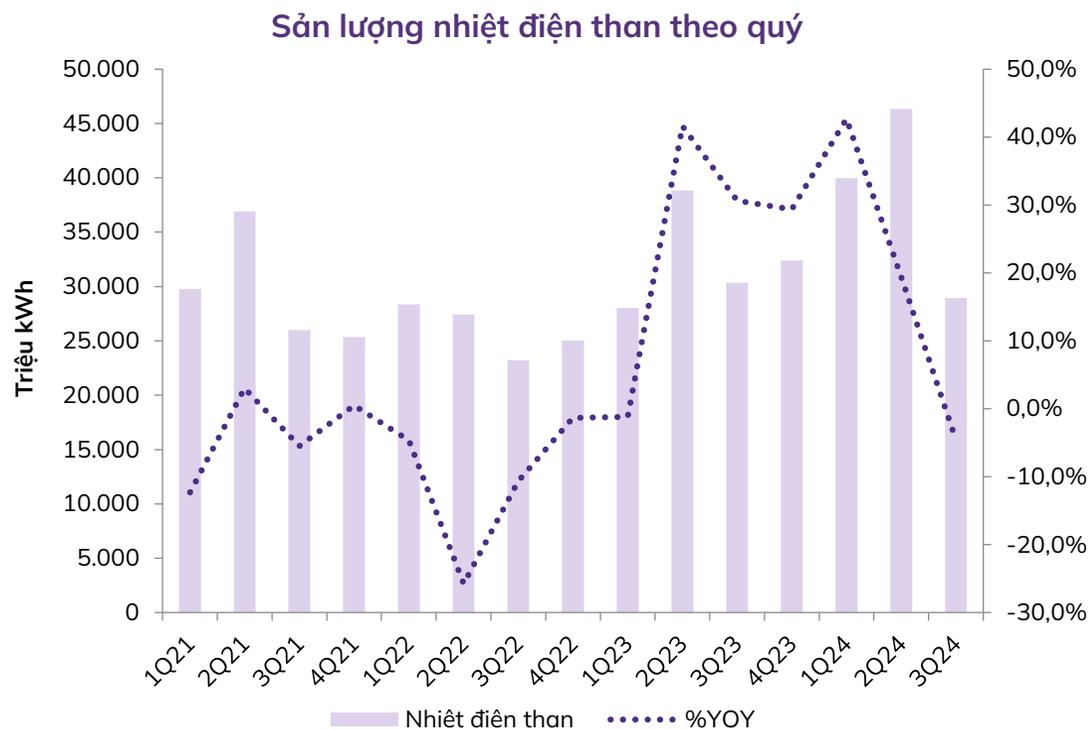
- Do ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino, năm 2023 và Q1/2024, sản lượng thủy điện sụt giảm svck. Tuy nhiên, từ Q2/2024, tình hình đã cải thiện khi sản lượng điện Q2/2024 đạt 18,01 tỷ kWh (+23,8% svck) & Q3/2024 đạt 36,94 tỷ kWh (+31,4% svck) nhờ pha thời tiết La Nina đã sớm quay trở lại. Giá phát điện bình quân 9T/2024 của các nhà máy thủy điện cũng giảm 4-10% svck tùy từng nhà máy theo xu hướng chung của giá bán điện CGM.
- Chúng tôi cho rằng thủy điện sẽ vẫn tiếp tục hưởng lợi từ pha thời tiết La Nina trong nửa đầu năm 2025 do:**
  - Trung tâm Dự báo KTTV Quốc gia mới đây đã hạ dự báo về xác suất hiện tượng La Nina. Cụ thể, từ tháng 11/2024 – tháng 1/2025, hiện tượng ENSO được dự báo chuyển sang La Nina với xác suất 60-70% và sẽ duy trì trạng thái La Nina yếu đến khoảng tháng 4/2025 với xác suất 50-60%.
  - Lượng mưa tại Bắc Bộ và Bắc Trung Bộ từ tháng 11/2024 đến tháng 4/2025 có thể xấp xỉ TBNN. Trong khi ở Khu vực từ Trung Trung Bộ đến Nam Bộ và Tây Nguyên, tổng lượng mưa cao hơn TBNN cho đến Tháng 12/2024, trước khi trở về mức TBNN vào các tháng tiếp theo.



Nguồn: Vietdata, & IRI, ABS Research

# ĐIỆN THAN TIẾP TỤC LÀ NGUỒN ĐIỆN CHỦ CHỐT TRONG NGẮN HẠN

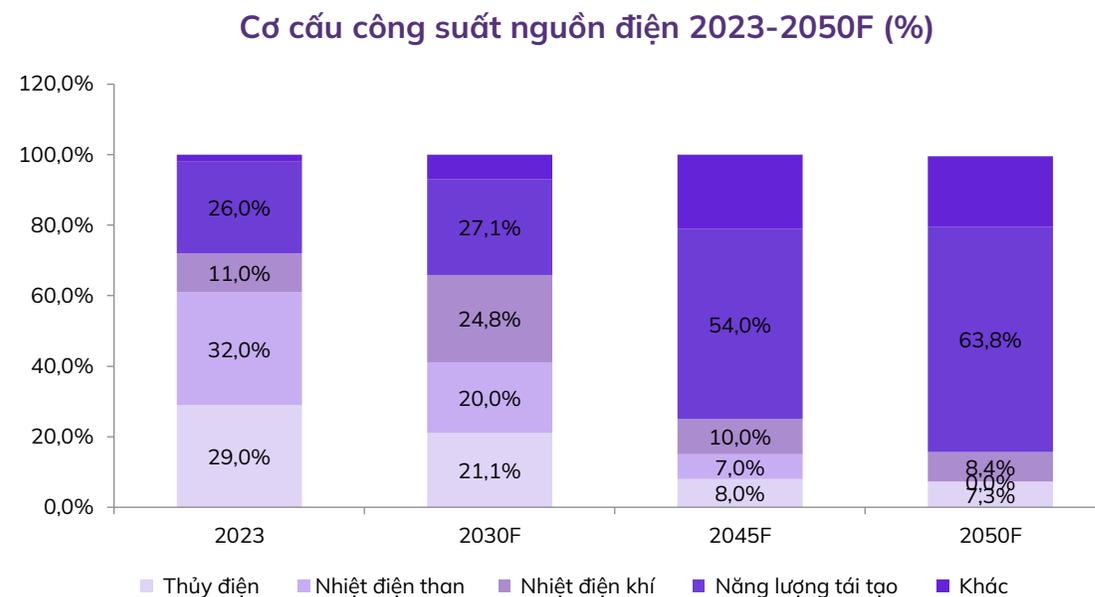
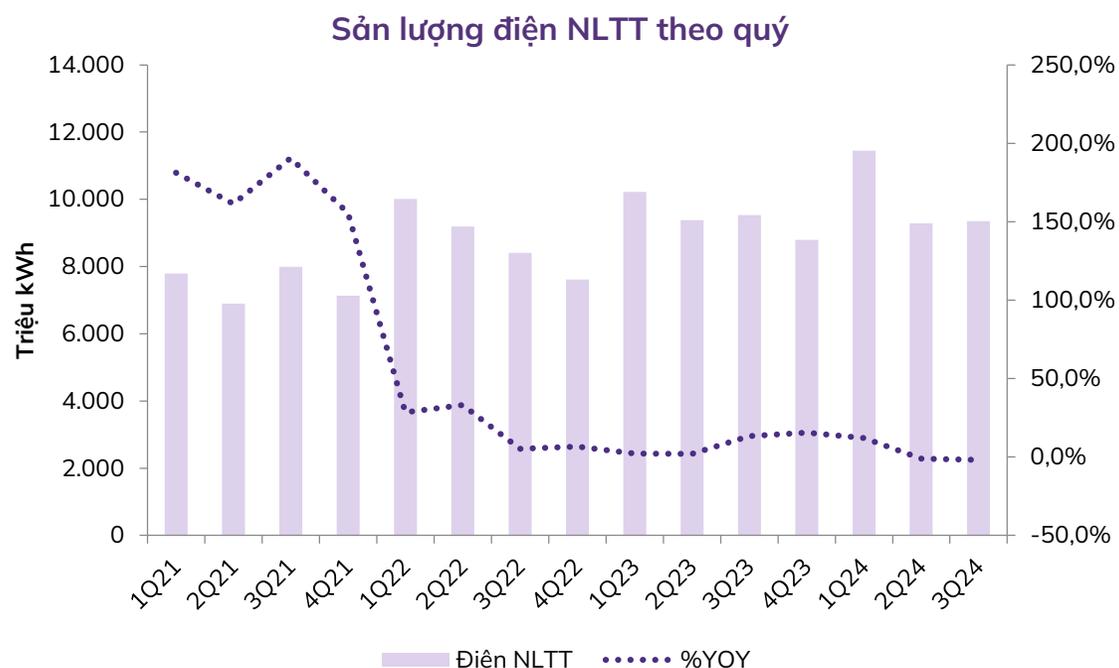
- Q3/2024, sản lượng điện than chỉ bằng 62% Q2 và giảm 4,6% svck do thủy điện dồi dào trong khi giá than đầu vào các nhà máy điện than nhích tăng 3,8% QoQ. Tuy nhiên, xét 9T/2024, sản lượng điện than vẫn khả quan khi đạt 115,3 tỷ kWh (+18,6% svck). Đây vẫn là nguồn điện chính chủ đạo khi đóng góp gần 49% cơ cấu sản lượng điện 11T/2024.
- Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng điện than sẽ vẫn tiếp tục phát huy vai trò chủ đạo do thúc đẩy kinh tế nên nhu cầu điện năng tăng, trong khi đó thủy điện dự báo chỉ thuận lợi trong nửa đầu năm 2025, điện NLTT vẫn vướng cơ chế chính sách, điện khí suy giảm do nguồn cung khí cạn kiệt trong khi khí LNG vẫn còn khá mới mẻ.
- Tuy nhiên, trong dài hạn, điện than sẽ phải giảm dần tỷ trọng về còn 20% vào năm 2030 và 0% vào năm 2050 (theo QH điện VIII) theo xu hướng chuyển đổi năng lượng xanh và mục tiêu Net Zero vào năm 2050.



## ĐIỆN NLTT ĐƯỢC ƯU TIÊN PHÁT TRIỂN THEO XU HƯỚNG CHUYỂN ĐỔI XANH:

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng triển vọng điện NLTT khá lạc quan khi được ưu tiên phát triển theo xu hướng chuyển đổi xanh. Tại Hội nghị lần thứ 28 Các bên tham gia Công ước khung của Liên Hợp Quốc về biến đổi khí hậu (COP28) diễn ra tại UAE, Việt Nam đã đồng thuận tăng công suất NLTT lên gấp ba lần vào năm 2030, gần giống con số trong QH điện VIII. QH điện VIII cũng hậu thuẫn cho sự phát triển của điện NLTT, trong đó giai đoạn đầu tới năm 2030 là điện gió và giai đoạn sau tới năm 2050 là điện mặt trời.

- **Điện gió:** nếu như năm 2023 điện gió đóng góp 6% công suất nguồn điện thì đến năm 2030, nguồn điện này sẽ đóng góp 18,5% và năm 2050 sẽ lên tới 29,4%. Theo đó, đến năm 2030, công suất điện gió trên bờ sẽ đạt 21.880 MW và ngoài khơi là 6.000 MW. Đến năm 2050, điện gió trên bờ đạt 60.050-77.050 MW và điện gió ngoài khơi là 70.000-91.500 MW.
- **Điện mặt trời:** sau một giai đoạn phát triển ồ ạt thì tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại trong giai đoạn 2021-2030 và tăng tốc trở lại trong giai đoạn 2031-2050. Nguồn điện này năm 2023 đang chiếm 21% tổng công suất và sẽ giảm về 8,5% (đến 2030) & tăng lên 34,4% (đến 2050). Công suất điện mặt trời đến năm 2030 sẽ đạt 12.836 MW & đến 2050 sẽ đạt 168.594-189.294 MW.



Nguồn: Vietdata, EVN, QH điện VIII., ABS Research

### ĐIỆN NLTT VẪN PHẢI CHỜ CƠ CHẾ, CHÍNH SÁCH TRONG NGẮN HẠN:

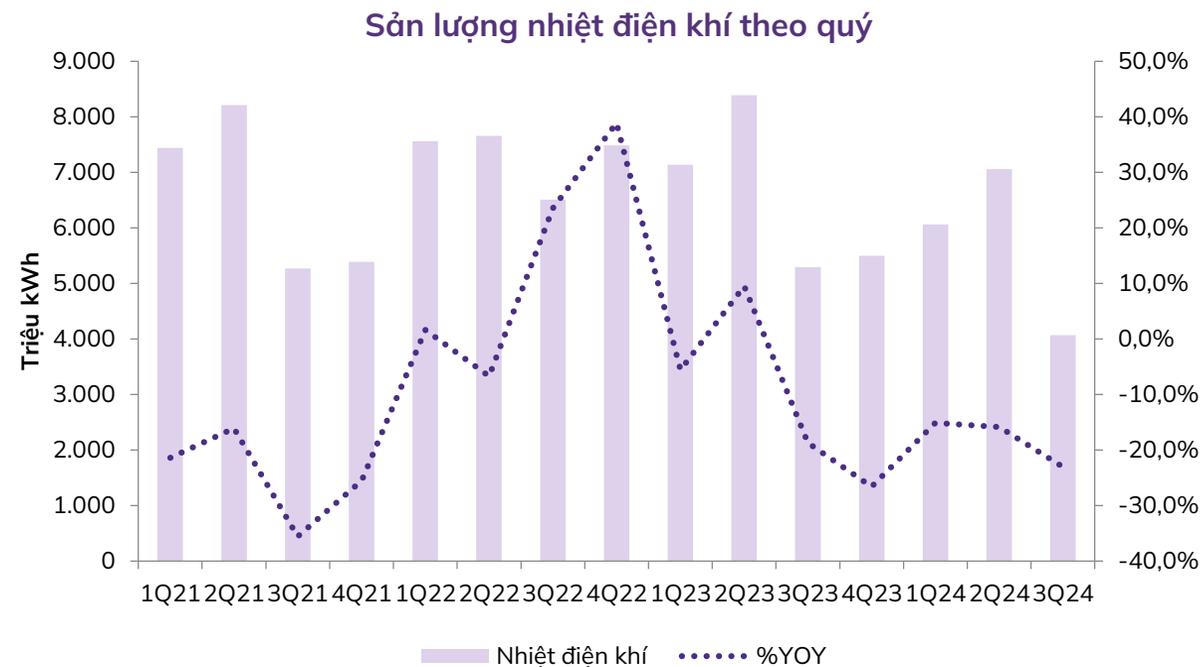
Lũy kế 3 quý đầu năm 2024, sản lượng điện NLTT đạt 30,1 tỷ kWh (+3,3% svck). Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng sản lượng điện NLTT sẽ vẫn ổn định như năm 2024. Trong ngắn hạn, điện NLTT sẽ vẫn phải đối mặt với một số khó khăn, thách thức và tiếp tục chờ hoàn thiện cơ chế, chính sách. Chủ đầu tư các dự án NLTT sẽ vẫn đang phải đối mặt với nhiều khó khăn về tài chính và pháp lý.

#### ➤ Khung pháp lý đang dần hoàn thiện:

- Kể từ Tháng 11/2021, sau khi chính sách giá FIT hết hạn COD, các dự án điện NLTT gần như chững lại. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy khung pháp lý của lĩnh vực này đang dần hoàn thiện.
  - Tháng 10/2022, Thông tư 15/2022/TT-BCT giúp tháo gỡ nút thắt chính sách đối với các dự án điện NLTT trong thời gian qua được ban hành.
  - Thông tư 19 (Quy định phương pháp xây dựng khung giá điện NLTT) được Bộ Công thương ban hành ngày 1/11/2023 và có hiệu lực từ 19/12/2023. Đây là cơ sở đàm phán giữa EVN với các chủ đầu tư điện NLTT nhưng việc tính toán mức giá cụ thể cũng cần thêm thời gian.
  - Tính đến ngày 30/9/2024, có 29 nhà máy/phần nhà máy NLTT chuyển tiếp với tổng công suất 1577,65 MW đã hoàn thành thủ tục COD, phát điện thương mại lên lưới. Tuy nhiên, các dự án hiện vẫn đang được huy động theo mức giá tạm (bằng 50% giá trần chuyển tiếp).
  - Tháng 7/2024, Nghị định số 80/2024/NĐ-CP về Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) được ban hành. Hiện tại, chưa có hướng dẫn cụ thể từ Bộ Công thương để triển khai DPPA (chưa có quy định về tính toán các chi phí truyền tải, phân phối, bán lẻ điện...). Chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với DPPA là rất lớn và cần thêm thời gian để đánh giá hiệu quả thực sự của chính sách.
  - Tháng 10/2024, Nghị định số 135/2024/NĐ-CP về Cơ chế phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ được ban hành.
  - Tháng 12/2024, EVN trình phương án Xây dựng khung giá phát điện NLTT lên Bộ Công thương. Chúng tôi kỳ vọng phương án sẽ sớm được thông qua năm 2025 và đem lại dấu hiệu tích cực cho các doanh nghiệp điện NLTT.
- **Rủi ro của ngành là hướng xử lý đối với các dự án điện gió, điện mặt trời sai phạm.** Đây là 32 dự án điện NLTT đang phải cung cấp hồ sơ cho Cơ quan An ninh điều tra Bộ Công an. Hướng xử lý thế nào cần phải có thêm thời gian để cơ quan chức năng làm rõ nhưng chúng tôi cho rằng điều này có thể ảnh hưởng phần nào tới loại hình điện này, đặc biệt các DN có dự án vi phạm sẽ khó tránh khỏi những thiệt hại về mặt kinh tế sau này.

- Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng triển vọng điện khí sẽ vẫn kém tích cực:
  - Do Việt Nam đang phải đối mặt với nguồn cung khí nội địa suy giảm. Các mỏ khí hiện tại (chủ yếu nằm ở khu vực Đông Nam bộ) đang bước vào giai đoạn cạn kiệt, dẫn đến nguồn cung khí đốt nội địa giảm 25% trong 5 năm qua. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, khí LNG sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn.
  - Trong khi đó, nửa đầu năm, hiện tượng La Nina sẽ hỗ trợ tốt cho thủy điện khi điều kiện thủy văn thuận lợi.
  - Trọng tâm từ năm 2025, mảng điện khí sẽ hướng vào khí LNG. Đây là xu hướng tất yếu hướng tới chuyển đổi năng lượng xanh. Nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 là 2 nhà máy điện khí đầu tiên tại VN sử dụng khí LNG sẽ sớm đi vào vận hành trong năm 2025. Tuy nhiên, điện LNG cũng phải đối mặt với một số khó khăn như: 1) Thị trường khí LNG còn khá mới mẻ với VN; 2) Khó khăn về vốn đầu tư; 3) Khó khăn về xây dựng cơ sở hạ tầng; 4) Tính cạnh tranh của điện LNG không cao do khung giá khá cao so với các loại hình điện khác; 5) Khó khăn về cơ chế mua bán khí & điện.

- Về dài hạn, triển vọng điện khí lạc quan. Theo QH điện VIII, dự kiến đến năm 2030, tổng quy mô công suất các dự án nhà máy điện khí được đầu tư xây dựng và đưa vào vận hành là 30.424 MW với 23 dự án, trong đó tổng công suất nhà máy điện khí sử dụng khí khai thác trong nước là 7.9000 MW (10 dự án), tổng công suất nhà máy điện sử dụng LNG là 22.524 MW (13 dự án), tiêu thụ khoảng 22,5 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm, tương đương 16,1 triệu tấn LNG/năm, chiếm 14,9% tổng nguồn điện của cả nước.



Nguồn: Vietdata, ABS Research

## QUY HOẠCH ĐIỆN VIII TẠO BƯỚC NGOẶT CHO NGÀNH ĐIỆN, NHÓM XÂY LẮP ĐIỆN DỰ KIẾN HƯỞNG LỢI ĐẦU TIÊN

- Theo QH điện VIII, nhu cầu vốn đầu tư cho giai đoạn tới là khá lớn, cần 134,7 tỷ USD cho giai đoạn 2021-2030 và 399,2-523,1 tỷ USD cho giai đoạn 2031-2050. Trong đó, nhu cầu vốn cho đầu tư lưới điện chiếm vào khoảng 11,1% cho giai đoạn 2021-2030 và 8,7% cho giai đoạn 2031-2050.
- Mặc dù QH điện VIII đã được ban hành nhưng vẫn sẽ cần thêm thời gian để bổ sung các chính sách pháp lý liên quan, do đó các chủ đầu tư ngành điện sẽ chưa thực hiện nhiều dự án quy mô lớn.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu xây lắp các dự án truyền tải sẽ là nhiệm vụ cấp bách và được ưu tiên hàng đầu. Do đó, nhóm xây lắp điện sẽ hưởng lợi từ điều này.
- Bên cạnh đó, mạng điện NLTT đang có những dấu hiệu tích cực từ khung pháp lý dần hoàn thiện nên việc đầu tư xây dựng các nhà máy điện NLTT sẽ sớm được triển khai, từ đó cũng tăng khối lượng công việc cho nhóm xây lắp.
- Điện khí LNG cũng đang là xu hướng tất yếu và được nâng cao vai trò nên việc xây dựng các nhà máy điện khí và cơ sở hạ tầng kho cảng cũng tạo điều kiện tốt cho nhóm xây lắp.

## Nhu cầu phát triển lưới điện truyền tải

Chỉ tiêu	ĐVT	2021-2030	2031-2050
<b>Trạm biến áp 500kV</b>			
Xây mới	MVA	49,350	90,900
Nâng cấp	MVA	38,168	117,900
<b>Đường dây 500kV</b>			
Xây mới	KM	12,300	9,400
Nâng cấp	KM	1,324	801
<b>Trạm biến áp 220kV</b>			
Xây mới	MVA	78,525	124,875
Nâng cấp	MVA	34,997	105,375
<b>Đường dây 220kV</b>			
Xây mới	KM	16,285	11,395
Nâng cấp	KM	6,484	504

## Nhu cầu vốn đầu tư ngành điện (tỷ USD)

Chỉ tiêu	2021-2030	2031-2050
Nguồn điện	119.80	364.40
<i>Trung bình 1 năm</i>	12.00	18.20
Lưới điện	14.90	34.80
<i>Trung bình 1 năm</i>	1.50	1.70
<b>Tổng VĐT</b>	<b>134.70</b>	<b>399.20</b>

Nguồn: QH điện VIII, ABS Research

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi lựa chọn các cổ phiếu trên vì: 1) REE là DN sở hữu nhiều nhà máy thủy điện, hưởng lợi từ pha thời tiết La Nina; 2) POW là DN điện khí hàng đầu tại Việt Nam, là chủ đầu tư 2 dự án điện khí LNG lớn là Nhơn Trạch 3&4 sẽ đi vào vận hành năm 2025 giúp tăng công suất phát điện và xu hướng điện khí LNG là xu hướng tất yếu theo hướng chuyển đổi năng lượng xanh, nhà máy điện than Vũng Áng 1 tiếp tục hoạt động ổn định; 3) PC1 là DN dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực xây lắp điện trong bối cảnh hạ tầng điện đang được quan tâm đầu tư và có tính cấp thiết, đồng thời PC1 cũng hưởng lợi từ xu hướng điện NLTT đang dần được hoàn thiện khung pháp lý, hứa hẹn các dự án điện NLTT sẽ sớm được đầu tư...
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E & FCFE để tính giá mục tiêu.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	REE			POW			PC1		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	8,570	8,257	9,083	28,329	29,302	30,796	7,775	9,049	10,415
%YoY	-8.56%	-3.65%	10.00%	0.37%	3.43%	5.10%	-6.97%	16.38%	15.10%
Biên LNG (%)	43.29%	34.87%	37.66%	9.55%	6.49%	6.75%	20.34%	19.77%	20.17%
LNST cổ đông Công ty mẹ	2,188	1,794	2,063	1,038	1,440	1,512	140	479	527
% YoY	-18.73%	-18.01%	15.00%	-49.61%	38.68%	5.00%	-69.56%	242.28%	10.10%
EPS (đ/cp)	5,341	3,809	4,381	443	615	646	450	1,340	1,475
BVPS (đ/cp)	42,269	39,703	42,205	13,414	13,817	14,485	16,668	15,477	16,709
Nợ/VCSH	0.52	0.48	0.51	0.37	0.57	0.60	1.48	1.44	1.42
ROA (%)	6.27%	4.97%	5.52%	1.48%	1.78%	1.81%	0.69%	2.27%	2.40%
ROE (%)	12.64%	9.59%	10.38%	3.31%	4.45%	4.46%	2.70%	8.66%	8.83%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

## CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 67.200 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 76.100 VNĐ (Upside: +13,2%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 kém khả quan svck nhưng kỳ vọng sẽ cải thiện tốt hơn trong năm tới. Lũy kế 9T/2024, DTT của REE đạt 6.048 tỷ đồng (-7% svck), lợi nhuận gộp đạt 2.109 tỷ đồng (-24,4% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 1.314 tỷ đồng (-21,9% svck). Nguyên nhân chủ yếu là do nửa đầu năm mảng thủy điện bị ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino, khiến lợi nhuận của các công ty thành viên sụt giảm svck. Kết thúc 9T, REE đã hoàn thành 57,2% kế hoạch doanh thu và 62,8% kế hoạch LNST.
- Năm 2025, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của REE có thể khả quan hơn do:
  - Mảng thủy điện – mảng đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của REE với công suất chiếm 50% tổng công suất lắp đặt mà REE sở hữu dự kiến sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2025 do điều kiện thủy văn thuận lợi nhờ hiện tượng thời tiết La Nina. Trong khi đó, mảng điện gió & mảng hạ tầng nước sẽ tiếp tục đóng góp ổn định.
  - Mảng cơ điện lạnh dự kiến tăng trưởng mạnh, tập trung các dự án đầu tư công. Với mặt bằng lãi suất thấp hiện nay, và nhiều chính sách tháo gỡ khó khăn, khơi thông tắc nghẽn trong ngành BĐS, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục đầu tư các dự án và các nhà thầu sẽ có cơ hội để thực hiện. Hiện, REE đang tập trung vào phân khúc các dự án đầu tư công, đặc biệt là các dự án hạ tầng trọng điểm có vốn NSNN.
  - Mảng BĐS dự báo đột phá với sự góp mặt của E.Town 6 và Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên.
- Chúng tôi dự phóng LNST cổ đông Công ty mẹ của REE năm 2025F dự kiến đạt 2.063 tỷ đồng (+15% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 4.381 đ/cp & 42.205 đ/cp, tương ứng P/E và P/B lần lượt đạt 15.34 và 1,59 lần tại mức giá hiện tại. ROE 2025F dự kiến đạt 10,38%.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Thị trường BĐS có thể phục hồi chậm hơn dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng tới tiến độ bàn giao của Dự án BĐS & hoạt động của mảng cơ điện lạnh.
- Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê thấp hơn dự báo của chúng tôi.
- Hiện tượng hiện tượng La Nina có thể kết thúc sớm hơn dự báo nên ảnh hưởng tới KQKD các công ty thành viên của REE.
- Quỹ Platinum Victory Pte. Ltd (Singapore) có động thái liên tục gia tăng tỷ lệ sở hữu tại REE nhằm củng cố quyền kiểm soát chiến lược tại công ty này. Chúng tôi cho rằng điều này có thể ảnh hưởng tới chiến lược đầu tư của REE trong thời gian tới.

### TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM - CTCP (POW-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 12.400 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 14.200 VNĐ (Upside: +14,5%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 khả quan svck. Lũy kế 9T/2024, DTT của POW đạt 21.686 tỷ đồng (+0,7% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.408 tỷ đồng (-3,2% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 1.066 tỷ đồng (+43,5% svck). Kết thúc 9T, POW đã hoàn thành 68,3% kế hoạch doanh thu và vượt 34,8% kế hoạch LNST. KQKD tích cực trên chủ yếu là từ sự đóng góp tích cực của NMD than Vũng Áng 1.
- Năm 2025, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của POW sẽ ổn định do tác động đan xen của cả yếu tố tích cực và tiêu cực:
  - Nhóm thủy điện dự báo sẽ khả quan do điều kiện thủy văn thuận lợi nhờ hiện tượng thời tiết La Nina. Điều này sẽ tác động tích cực tới KQKD các NMD Hỏa Na, Đăkđrinh.
  - NMD Vũng Áng 1 đã có KQKD tích cực trong năm 2024 và chúng tôi dự báo NMD này sẽ tiếp tục hoạt động ổn định trong năm 2025.
  - Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng nhóm điện khí sẽ kém tích cực khi: 1) Thủy điện sẽ được ưu tiên huy động do giá cạnh tranh hơn; 2) Nguồn khí trong nước vẫn đang trên đà suy giảm. Song, triển vọng nhóm này dự báo đi ngang trong năm 2025 do mức nền thấp năm 2024.
  - Động lực tới từ NMD LNG Nhơn Trạch 3 & 4 khi 2 NMD này dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025. Đây là 2 dự án trọng điểm của POW và là 2 dự án điện khí đầu tiên sử dụng khí LNG. Hai dự án này với tổng công suất 1.500 MW, dự kiến khi đi vào hoạt động sẽ giúp POW tăng thêm 36% công suất. Hiện POW đang quản lý và vận hành 7 nhà máy điện (NMD) với tổng công suất lắp đặt là 4.205 MW, gồm điện khí, than và thủy điện.
- Chúng tôi dự phóng LNST cổ đông Công ty mẹ của POW năm 2025F dự kiến đạt 1.512 tỷ đồng (+5% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 646 đ/cp & 14.485 đ/cp, tương ứng P/E và P/B lần lượt đạt 19,21 và 0,86 lần tại mức giá hiện tại. ROE 2025F dự kiến đạt 4,5%.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá đầu vào (than, khí tự nhiên, LNG...) có thể biến động tăng mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm tính cạnh tranh và ảnh hưởng tới HĐ SXKD của các NMD.
- Hiện tượng hiện tượng La Nina có thể kết thúc sớm hơn dự báo nên ảnh hưởng tới KQKD các NM thủy điện của POW.
- Sản lượng điện có thể thấp hơn dự báo.

### CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (PC1-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 23.100 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 28.400 VNĐ (Upside: +22,9%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 khả quan svck. Lũy kế 9T/2024, DTT của PC1 đạt 7.538 tỷ đồng (+46,7% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.490 tỷ đồng (+41,1% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ 9T đạt 399 tỷ đồng, cũng tăng mạnh so với mức 3 tỷ đồng của cùng kỳ năm trước. Kết thúc 9T, PC1 đã hoàn thành 69,7% kế hoạch doanh thu và vượt 10,1% kế hoạch LNST.
- Năm 2025, chúng tôi đánh giá triển vọng lợi nhuận của PC1 tăng trưởng ổn định do:
  - Mạng điện gió dự kiến tiếp tục ổn định và mạng thủy điện dự kiến khả quan do điều kiện thủy văn thuận lợi
  - Mạng khai thác quặng và BĐS KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực. Trong đó, mảng BĐS KCN sẽ hưởng lợi từ việc FDI dự báo tăng trưởng tích cực và xu hướng chuyển dịch bắt nguồn từ chính sách của chính quyền Trump 2.0. Nguồn thu từ mảng BĐS KCN kỳ vọng đến từ các dự án như Dự án Nomura Hải Phòng, Dự án Yên Phong II-A- Bắc Ninh, Dự án Yên Lệnh – Hà Nam...
  - Mạng tổng thầu xây lắp & mạng sản xuất công nghiệp có thể sẽ tiếp tục ổn định và trong dài hạn sẽ lạc quan khi: 1) Nhu cầu xây lắp các dự án truyền tải thời gian tới là cấp bách (theo QH điện VIII); 2) Mạng điện NLTT đang dần hoàn thiện khung pháp lý, dự kiến các dự án điện NLTT sẽ sớm được triển khai, thúc đẩy mảng xây lắp điện; 3) Mạng điện khí, đặc biệt là điện khí LNG cũng được đề cao vai trò và là trọng tâm hướng tới chuyển đổi xanh, từ đó thúc đẩy các dự án điện khí, cơ sở kho cảng....
- Chúng tôi dự phóng LNST cổ đông Công ty mẹ của PC1 năm 2025F dự kiến đạt 527 tỷ đồng (+10% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 1.475 đ/cp & 16.709 đ/cp, tương ứng P/E và P/B lần lượt đạt 15,66 và 1,38 lần tại mức giá hiện tại. ROE 2025F dự kiến đạt 8,8%.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Tiến độ các dự án BĐS KCN, các dự án xây lắp điện bị chậm hơn so với những gì chúng tôi đưa vào dự phóng.
- Rủi ro đòn bẩy tài chính cao. Hệ số D/E của PC1 hiện đang quanh 1,46 lần với xu hướng nợ vay gia tăng trong bối cảnh Công ty mở rộng HĐKD sang lĩnh vực BĐS KCN và khoáng sản. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vốn trong thời gian tới có thể sẽ tiếp tục tăng lên khi PC1 có chiến lược ưu tiên phát triển lĩnh vực BĐS KCN ở mức sâu rộng hơn trong giai đoạn đến năm 2033. Việc nợ vay duy trì cao sẽ làm cho chi phí lãi vay tăng cao, từ đó bào mòn lợi nhuận của DN.

# NGÀNH DẦU KHÍ TRUNG NGUỒN

Xu hướng sử dụng khí LNG ngày càng phổ biến

Triển vọng

Tích cực

Khuyến nghị

Trung lập



Trải nghiệm ngay ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá ABS Web Trading



## 1. SỬ DỤNG LNG NHẪM GIẢM TÁC ĐỘNG TỚI MÔI TRƯỜNG:

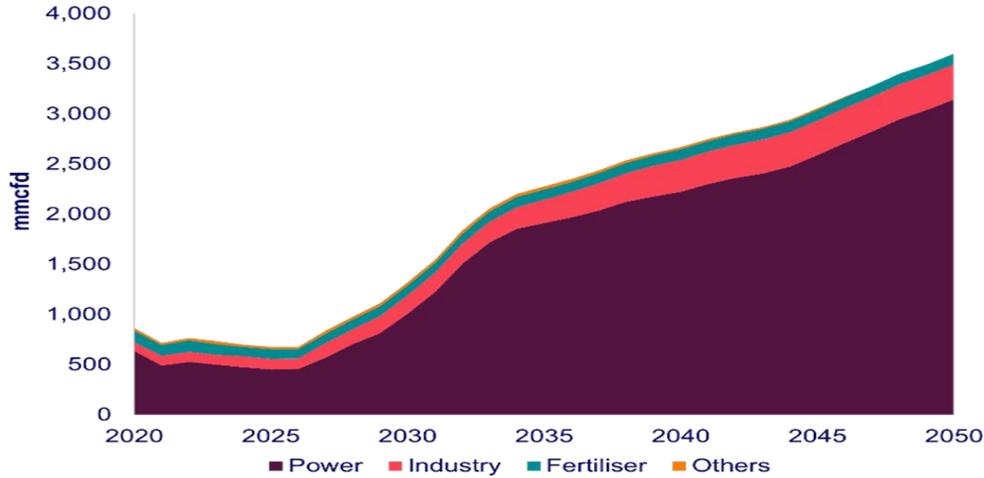
- **Ưu điểm của khí LNG:** Năng lượng sạch, an toàn & dễ vận chuyển. Khí LNG hay còn gọi là khí tự nhiên hóa lỏng, có thành phần chủ yếu là CH<sub>4</sub> (chiếm 95%), được làm lạnh tại nhiệt độ -162oC để chuyển sang thể lỏng, sức chứa cao hơn rất nhiều so với khí thiên nhiên nén (CNG), thuận tiện cho việc tồn chứa và vận chuyển.
  - **Khí LNG là nguồn năng lượng sạch**, giúp giảm phát thải khí nhà kính và bảo vệ môi trường. Khí LNG khi đốt cháy tạo ra ít hơn 40% lượng khí thải CO<sub>2</sub> so với than đá và ít hơn 30% so với dầu mỏ. Bên cạnh đó, khí LNG ít gây nguy hiểm cho con người và môi trường khi được sử dụng đúng cách.
  - **Dễ vận chuyển:** Khí LNG có thể dễ dàng được chuyển từ thể khí sang thể lỏng để thuận tiện cho quá trình vận chuyển & lưu trữ. Khi chuyển từ trạng thái khí sang lỏng thì thể tích của khí thiên nhiên sẽ giảm đi 600 lần (bằng 1/600 lần so với thể tích khí thiên nhiên và chứa chủ yếu thành phần methane).
- **Khí LNG có nhiều ứng dụng trong thực tiễn:**
  - Trong giao thông vận tải, khí LNG được sử dụng làm nhiên liệu thay thế cho DO và FO cho tàu biển, xe tải. LNG là một nguồn nhiên liệu sạch hơn cho tàu vận tải, sản xuất ra lượng lưu huỳnh và chất thải rắn đáng kể ít hơn so với dầu DO truyền thống. Tàu chạy bằng LNG sẽ tiết kiệm nhiên liệu, không gây tiếng ồn so với tàu truyền thống.
  - Phát điện, Khí LNG được sử dụng để chạy các nhà máy điện khí đốt nhiên liệu. Đây là một nguồn năng lượng sạch hơn so với than đá hoặc dầu, chỉ tạo ra một lượng nhỏ khí thải carbon dioxide.
  - Trong hóa chất/hóa dầu, khí LNG dùng để sản xuất phân bón, các loại nhựa, xơ, sợi...
  - Trong sản xuất công nghiệp như sản xuất thép, gốm sứ, hay thực phẩm, khí LNG được sử dụng làm nhiên liệu cho các quy trình sản xuất, giúp tăng hiệu suất và giảm chi phí.
- **Việt Nam cam kết mạnh mẽ trong chuyển đổi năng lượng xanh để giảm thiểu tác động môi trường, là yêu cầu bắt buộc nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế và hướng tới tương lai phát triển bền vững của Việt Nam.**
  - Việt Nam là một trong những nền kinh tế phát triển nhanh nhất ở Đông Nam Á, với tốc độ tăng trưởng GDP bình quân hàng năm là 5,8% trong giai đoạn 2011-2023. Tuy nhiên, để đạt được thành tựu tăng trưởng kinh tế ấn tượng này, Việt Nam đã phải trả giá đắt về môi trường do còn phụ thuộc nhiều vào nhiên liệu hóa thạch, đặc biệt là than đá, để đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng gia tăng.
  - Việt Nam có mức phát thải khí CO<sub>2</sub> bình quân trên EJ năng lượng sơ cấp tương đối cao (tới 63,12 tấn/EJ). Đặc biệt, tổng mức phát thải khí CO<sub>2</sub> bình quân trong giai đoạn 2011 – 2021 tăng 7,5%/năm.
  - Tại COP26, Việt Nam đã đưa ra cam kết mạnh mẽ: sẽ giảm mức phát thải ròng bằng “0” vào năm 2050.

## 2. NHU CẦU KHÍ LNG, ĐẶC BIỆT PHỤC VỤ CHO ĐIỆN CỦA VIỆT NAM TƯƠNG ĐỐI CAO:

- Theo dự báo của Công ty Nghiên cứu và Tư vấn Thị trường Năng lượng Wood Mackenzie, nhu cầu khí đốt của Việt Nam tăng trung bình 12%/năm và có thể tăng gấp 3 lần vào giữa những năm 2030. Nguyên nhân chủ yếu là do để đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng cao. Ngành điện lực Việt Nam sẽ tiếp tục dẫn đầu trong tiêu thụ khí đốt, trong đó điện khí sẽ đóng góp tới 14,9% tổng sản lượng điện vào năm 2030. Theo QH điện VIII, từ nay tới năm 2030, nhu cầu điện là rất cao để đáp ứng mục tiêu phát triển kinh tế, xã hội với mức tăng trưởng GDP bình quân khoảng 7%/năm trong giai đoạn 2021 – 2030, trong đó điện khí chiếm 32,16% điện năng toàn hệ thống. Với cơ cấu nguồn điện như trên, cùng với định hướng đến năm 2050 không còn sử dụng than cho phát điện, vai trò của các nhà máy điện khí trong hệ thống điện là tất yếu - nguồn điện duy nhất không bị ảnh hưởng đáng kể bởi thời tiết so với thủy điện, điện gió, mặt trời.
- Than đá, dầu mỏ, khí đốt tự nhiên là ba loại nhiên liệu hóa thạch được sử dụng phổ biến để phát triển điện ở nhiều quốc gia. Trong khi đó, điện khí tự nhiên hóa lỏng LNG là loại năng lượng kỳ vọng giúp giảm phát thải carbon, nhờ đó giảm thiểu tối đa tác động tiêu cực lên môi trường và bầu khí quyển. Điện khí LNG còn có ưu điểm linh hoạt, đảm bảo nguồn cung không bị gián đoạn do yếu tố thời tiết. LNG được coi là “nhiên liệu cầu nối” trong quá trình chuyển dịch từ năng lượng hóa thạch sang các loại nhiên liệu xanh, sạch, thân thiện với môi trường hơn, nhằm đảm bảo mục tiêu an ninh năng lượng cho sự phát triển bền vững của các quốc gia.
- Việt Nam đang phải đối mặt với nguồn cung khí nội địa suy giảm. Các mỏ khí hiện tại (chủ yếu nằm ở khu vực Đông Nam bộ) đang bước vào giai đoạn cạn kiệt, dẫn đến nguồn cung khí đốt nội địa giảm 25% trong 5 năm qua. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, khí LNG sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn.
- Xu hướng điện khí LNG được khẳng định vai trò trong QH điện VIII. Dự kiến đến năm 2030, tổng quy mô công suất các dự án nhà máy điện khí được đầu tư xây dựng và đưa vào vận hành là 30.424 MW với 23 dự án, trong đó tổng công suất nhà máy điện khí sử dụng khí khai thác trong nước là 7.900 MW (10 dự án), tổng công suất nhà máy điện sử dụng LNG là 22.524 MW (13 dự án), tiêu thụ khoảng 22,5 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm, tương đương 16,1 triệu tấn LNG/năm, chiếm 14,9% tổng nguồn điện của cả nước.
- Theo Quy hoạch phát triển công nghiệp khí VN đến năm 2025, định hướng đến năm 2035 thì đến năm 2035, Việt Nam sẽ có 7 kho chứa được quy hoạch với tổng công suất lên tới 26 triệu tấn/năm. Trong giai đoạn đến năm 2025, dự kiến có 4 dự án được triển khai, trong đó Dự án LNG Thị Vải & Dự án LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1 có dấu hiệu tích cực khi PVGas đang đẩy nhanh đầu tư.

# XU HƯỚNG SỬ DỤNG LNG NGÀY Càng PHỔ BIẾN

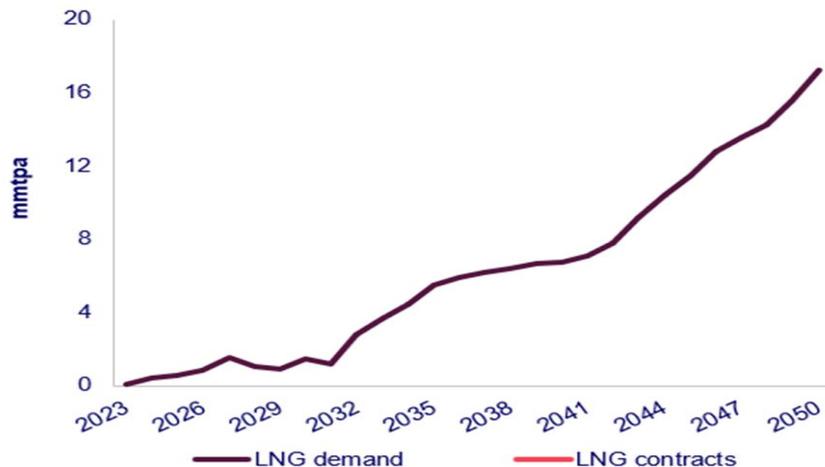
### Nhu cầu khí đốt của Việt Nam theo ngành



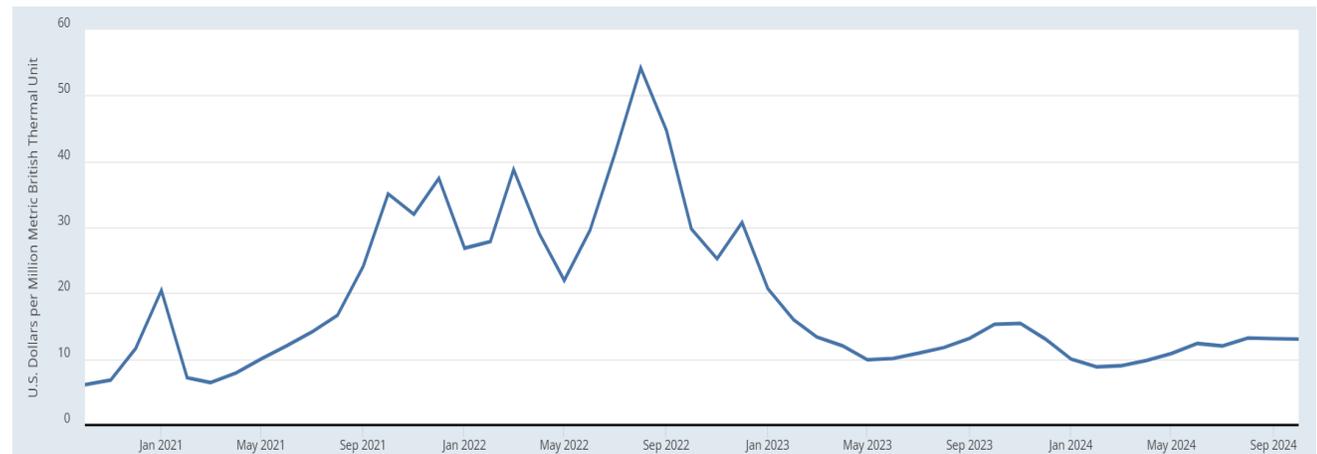
### Giá LNG có xu hướng giảm:

- Theo báo cáo của Reuters, giá LNG đã giảm 58% vào năm 2023 xuống chỉ còn dưới 12 USD/mmBTU.
- Năm 2024, giá hợp đồng tương lai LNG tháng trước tiếp tục giảm và vẫn thấp hơn so với năm 2022 và 2023. Năm nay, giá khí đốt tự nhiên toàn cầu tại các điểm chuẩn chính ở Đông Á (JKM) và Châu Âu tại Cơ sở chuyển nhượng quyền sở hữu (TTF) đã giảm hơn 50% so với năm 2022 và giảm hơn 20% so với năm 2023. Cho đến tháng 10/2024, giá JKM ở Đông Á trung bình là 11,47 USD/mmBTU và giá TTF ở Châu Âu trung bình là 10,37 USD/mmBTU. Giá khí đốt tự nhiên tiếp tục giảm trong năm nay chủ yếu là do lượng hàng tồn kho cao ở Châu Âu, lượng tiêu thụ khí đốt tự nhiên ít hơn và nguồn cung khí đốt tự nhiên toàn cầu tương đối ổn định.
- Dự báo giá khí LNG vẫn tiếp tục yếu trong năm 2025 trong bối cảnh nhu cầu yếu.

### Nhu cầu khí LNG và hợp đồng mua bán LNG tại Việt Nam



### Giá LNG khu vực Châu Á



## Danh mục các Nhà máy điện khí LNG (MW)

Dự án	Công suất (MW)	Thời gian vận hành dự kiến	Chủ đầu tư
LNG Quảng Ninh	1,500	2021-2030	PV Power - CTCP Cơ khí và Lắp máy Việt Nam - Tokyo Gas – Marubeni
LNG Thái Bình	1,500	2021-2030	Tokyo Gas - Kyuden International Corporation - CTCP Tập đoàn Trường Thành Việt Nam.
LNG Nghi Sơn	1,500	2021-2030	
LNG Quảng Trạch II	1,500	2021-2030	
LNG Quỳnh Lập	1,500	2021-2030	
LNG Hải Lăng GD 1	1,500	2021-2030	T&T - Tổng Công ty Năng lượng Hanwha (HEC) - KOGAS - KOSPO
LNG Cà Ná	1,500	2021-2030	
Sơn Mỹ II	2,250	2021-2030	
Sơn Mỹ I	2,250	2021-2030	EDF - SOJITZ - KYUSHU - Tập đoàn Thái Bình Dương
LNG Long Sơn	1,500	2031-2035	GENCO3 - TTC - PACIFIC - PECC2 - MC - GE
Nhơn Trạch 3 & 4	1,624	2021-2030	PV Power
LNG Hiệp Phước GD 1	1,200	2021-2030	Công ty TNHH Hải Linh
LNG Long An I	1,500	2021-2030	VinaCapital - GS Energy
LNG Long An II	1,500	2031-2035	VinaCapital - GS Energy
LNG Bạc Liêu	3,200	2021-2030	Delta Offshore Energy

## Quy hoạch các kho cảng LNG tại Việt Nam

Dự án	Công suất (triệu tấn/năm)	Vận hành
Kho LNG Thị Vải	1-3	2023-2025
Kho LNG Sơn Mỹ - GD 1	3,6	2026
Kho LNG Tây Nam Bộ - GD 1	1	2022-2025
Kho LNG Đông Nam Bộ	4-6	2022-2025
Kho LNG Thái Bình	0,2-0,5	2026-2030
Kho LNG Tây Nam Bộ - GD2	2	2026-2030
Kho LNG Sơn Mỹ - GD 2	6	2030
Kho LNG Hải Phòng	1-3	2030-2035
Kho LNG Khánh Hòa	3	2030-2035

Nguồn: QH điện VIII, QH Phát triển Công nghiệp khí Việt Nam, ABS Research

Xu hướng sử dụng LNG, đặc biệt là phục vụ cho phát triển điện LNG là tất yếu nhưng phát triển điện LNG tại Việt Nam đang gặp phải một số khó khăn, thách thức sau:

## 1. Khó khăn về vốn đầu tư:

- Theo Trung tâm Cơ sở hạ tầng toàn cầu (Global Infrastructure Hub), Việt Nam cần trung bình ít nhất 25 tỷ USD mỗi năm cho chi tiêu cơ sở hạ tầng trong 20 năm tới, trong đó năng lượng chiếm gần 45%. Quy mô 22.524 MW điện LNG đòi hỏi vốn đầu tư khoảng 20 tỷ USD, tương đương gần 500 nghìn tỷ đồng. Những vướng mắc trong đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA (hợp đồng mua khí gas) giữa chủ đầu tư với công ty mua bán điện dẫn đến khó khăn trong thu xếp tài chính triển khai dự án trước bối cảnh Chính phủ đã ngừng cung cấp bảo lãnh.
- Viện Kinh tế năng lượng và phân tích tài chính (IEEFA) nhận định, khó khăn về chính sách, nguồn vốn, thị trường khiến cho đầu tư nhiệt điện khí LNG không dễ dàng. Quy trình cấp phép của các dự án LNG tại Việt Nam được đánh giá là phức tạp.

## 2. Khó khăn về xây dựng cơ sở hạ tầng kho chứa:

- Việt Nam vẫn chưa có cơ chế hay quy định cụ thể cho việc phát triển điện khí LNG; chưa có quy định/tiêu chuẩn trong việc xây dựng kho cảng và nhập khẩu khí LNG. Việc xây dựng nhà máy điện LNG cũng đòi hỏi phải gần vị trí kho cảng nhập LNG, trong khi kho cảng nhập LNG lại yêu cầu phải xây dựng gần cảng nước sâu để phục vụ cho tàu LNG trọng tải lớn.
- Theo QH điện VIII, đến năm 2030, Việt Nam sẽ có 13 nhà máy điện khí LNG được đưa vào vận hành theo mô hình mỗi nhà máy điện một kho cảng nhập khẩu LNG. Điều này có thể dẫn tới không thể tận dụng hết nguồn lực hạ tầng sẵn có, lãng phí tài nguyên cảng biển, khó kết nối tạo thành một hệ thống hạ tầng LNG tổng thể chung.

Xu hướng sử dụng LNG, đặc biệt là phục vụ cho phát triển điện LNG là tất yếu nhưng phát triển điện LNG tại Việt Nam đang gặp phải một số khó khăn, thách thức sau (tiếp):

### **3. Tính cạnh tranh của điện khí LNG không cao:**

Theo quyết định số 1260/QĐ-BCT của Bộ Công thương phê duyệt khung giá phát điện nhà máy nhiệt điện tua bin khí chu trình hỗn hợp sử dụng khí hóa lỏng (LNG) năm 2024, trần khung giá phát điện cho nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG năm 2024 là 2.590,85 đồng/kWh (tương đương 10,57 US cent/kWh) là khá cao so với mức giá các nguồn điện lớn khác đang vận hành trong hệ thống điện nước ta. Mức này cao hơn nhiều các nguồn năng lượng tái tạo, như điện gió vận hành thương mại trước 1/11/2021 (8,5-9,8 cent một kWh). Hay các nguồn điện gió chuyển tiếp đang áp theo khung giá của Bộ Công Thương, mức 6,42-7,34 cent một kWh (1.587-1.816 đồng).

### **4. Khó khăn về cơ chế mua bán khí & điện:**

➤ Theo quy định và cơ chế vận hành thị trường điện hiện nay, các dự án điện LNG chưa có cơ chế cụ thể để khuyến khích đầu tư phục vụ việc vận hành ổn định lưới điện. Sản lượng điện mua hàng năm Qc cho nhà máy điện khí LNG chưa có quy định nên không thống nhất được với bên mua điện EVN. Trong khi đó, tại Báo cáo khả thi (FS), nhà đầu tư căn cứ quy định tạm xác định số giờ vận hành phát điện là 6.000 giờ/năm và số năm vận hành là 25 năm để tính toán hiệu quả dự án. Do vậy, kết quả vận hành sau này có thể không đạt được như dự kiến trong FS.

➤ Theo nghiên cứu của Wood Mackenzie, Việt Nam chỉ đang hoàn toàn tiếp xúc với thị trường khí LNG mua và giao ngay, chưa ký bất kỳ hợp đồng mua bán LNG dài hạn nào. Trong khi đó, việc ký kết các hợp đồng mua bán khí dài hạn và ấn định khối lượng khí hàng năm là yêu cầu tiên quyết để có được nguồn khí LNG giá hợp lý, đảm bảo cho dự án điện LNG nhập khẩu hoạt động ổn định, hiệu quả. Ngoài ra, thời điểm xác định khối lượng LNG mua bán cho năm tới trên thị trường quốc tế được xác định vào tháng 8 hàng năm, trong khi để vận hành hệ thống điện và tính toán các nguồn sẽ huy động bao nhiêu cho năm tiếp theo lại được xác định vào tháng 12 hàng năm. Vì vậy, DN có nhà máy điện khí LNG gặp thách thức khi đàm phán mua LNG dài hạn vì không rõ khối lượng phát sinh năm sau.

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi lựa chọn GAS vì đây là DN có toàn quyền khai thác, phân phối khí và các sản phẩm các mỏ dầu khí do PVN chỉ định tại Việt Nam. Đối với mảng khí LNG, PVGas là đơn vị duy nhất được cấp phép xuất, nhập khẩu LNG tại Việt Nam và năm 2024 là năm bắt đầu khí LNG được nhập khẩu về Việt Nam.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E & FCFE để tính giá mục tiêu.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	GAS		
	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	89.954	102.613	105.691
%YoY	-10,70%	14,07%	3,00%
Biên LNG (%)	18,80%	17,00%	16,66%
LNST cổ đông Công ty mẹ	11.606	10.874	10.463
% YoY	-21,7%	-6,31%	-3,77%
EPS (đ/cp)	5.053	4.642	4.466
BVPS (đ/cp)	27.887	25.939	28.334
Nợ/VCSH	0,09	0,06	0,08
ROA (%)	13,20%	11,52%	10,31%
ROE (%)	18,10%	17,89%	15,76%

### TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM – CTCP (GAS-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 69.600 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 75.700 VNĐ (Upside: +8,8%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hiện PVGas là đơn vị có toàn quyền khai thác, phân phối khí và các sản phẩm các mỏ dầu khí do PVN chỉ định & là đơn vị duy nhất có đầy đủ hệ thống cơ sở hạ tầng khí, bao gồm hệ thống thu khí tại nguồn, đường ống phân phối vận chuyển, hệ thống lưu trữ và nhà máy sản xuất khí; giữ vị thế số 1 về cung cấp LPG với 75% thị phần trên thị trường LPG Việt Nam.
- Nhu cầu khí cho điện dự kiến vẫn cao: theo Quy hoạch điện VIII, điện khí dự kiến được nâng tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia từ 9% (2022) lên 26% (2030).
- Mảng LNG sẽ trở thành động lực tăng trưởng trung và dài hạn của PVGas. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, VN sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, LNG nhập khẩu sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn. Bên cạnh đó, xu hướng điện khí cũng được QH điện VIII đề cao vai trò khi nâng tỷ trọng lên 14,9% tổng công suất nguồn điện toàn hệ thống vào năm 2030. Hiện nay, PVGas là đơn vị đầu tiên và duy nhất tại VN đủ điều kiện xuất nhập khẩu LNG.
- Kỳ vọng từ các dự án lớn của ngành được thúc đẩy tiến độ triển khai. PVGas hiện đang và sẽ tham gia vào các dự án lớn như Dự án LNG Thị Vải, Dự án LNG Sơn Mỹ, Dự án Sư tử trắng – GĐ 2B, Dự án Lô B – Ô Môn. Các dự án này dự kiến sẽ giúp cải thiện năng lực cung cấp khí của PVGas thời gian tới.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền hàng năm cao và đều đặn: năm 2022: 36%, năm 2023: 60% và dự kiến năm 2024 là 20%.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sản lượng khí các mỏ Khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm, đặc biệt là các mỏ lớn đã khai thác lâu năm như mỏ Bạch Hổ, mỏ Lan Tây – Lan Đỏ. Rủi ro giá dầu giảm có thể ảnh hưởng tới tiến độ các Dự án lớn của ngành.
- Các dự án lớn của ngành bị chậm tiến độ triển khai.

# DẦU KHÍ HẠ NGUỒN – KINH DOANH XĂNG DẦU

Triển vọng ổn định, kỳ vọng Dự thảo Nghị định kinh doanh xăng dầu được thông qua

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Trung lập**



Trải nghiệm ngay ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá ABS Web Trading

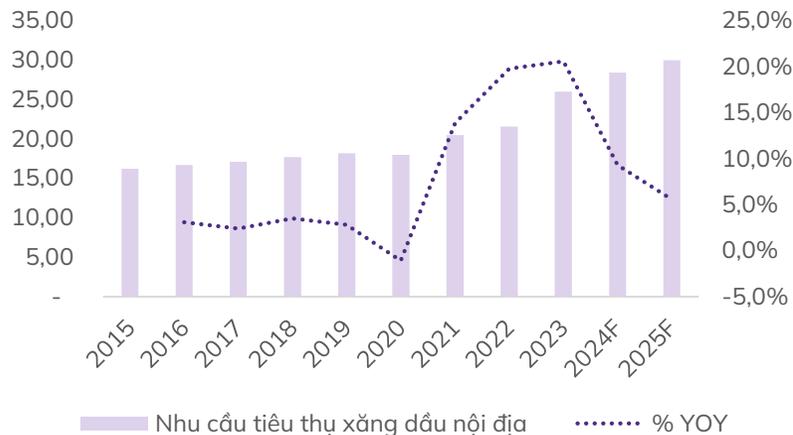


# ➤ DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG NGÀNH XĂNG DẦU CÒN LỚN KHI NHU CẦU TIÊU THỤ TĂNG

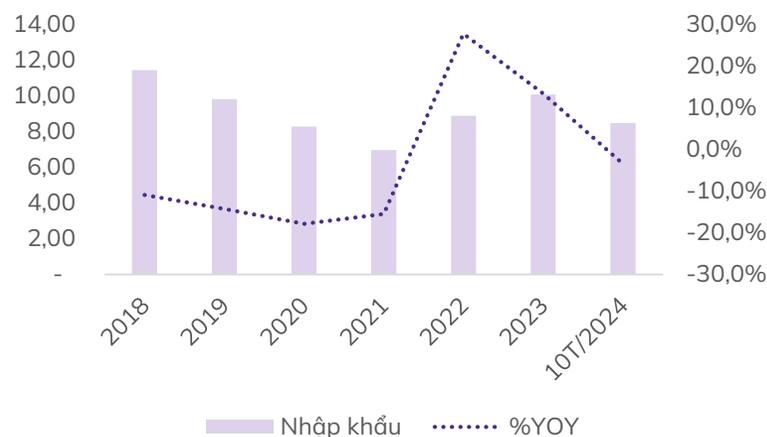
Theo Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia giai đoạn 2021 - 2030, tốc độ tăng trưởng kép của nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của VN trong giai đoạn 2022-2030 dự kiến đạt 4,3%/năm. Nhìn chung, dư địa thị trường xăng dầu nội địa vẫn còn lớn khi:

- **Kinh tế phục hồi:** Mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 được Quốc hội giao cho Chính phủ là 6,5% - 7%, phấn đấu 7% - 7,5% và GDP bình quân đầu người khoảng 4.900 USD. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Trong khi đó, mức tiêu thụ sản phẩm xăng dầu bình quân đầu người của Việt Nam (305 lít/năm) vẫn thấp hơn so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á như Thái Lan và Malaysia. Do đó, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu còn nhiều dư địa tăng trưởng.
- **Thị trường xăng dầu được hỗ trợ bởi xu hướng chuyển đổi phương tiện giao thông từ xe máy sang ô tô.** Theo Bộ Công thương, mức sở hữu ô tô bình quân đầu người của Việt Nam năm 2023 là 63 chiếc/1.000 dân, đang thấp hơn các nước trong khu vực (chỉ bằng 1/10 Thái Lan và 1/20 Malaysia). Theo Dự thảo quyết định của Thủ tướng về “Chiến lược phát triển ngành công nghiệp ô tô Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045”, đến năm 2030, tăng trưởng thị trường xe ô tô bình quân từ 14 - 16%/năm, tổng lượng xe tiêu thụ đạt khoảng 1 - 1,1 triệu chiếc và đến năm 2045, tăng trưởng của thị trường là 11 - 12%, tổng lượng xe đạt 5 - 5,7 triệu chiếc. Trong khi đó, tỷ lệ sở hữu xe máy tại nước ta thuộc hàng cao trên thế giới với 770 xe/1.000 dân (đến tháng 9/2024). Trong giai đoạn 2017-2022, tốc độ tăng trưởng kép CAGR của ô tô và xe máy ở Việt Nam là 12% & 5% và giai đoạn 2023-2028, tỷ lệ dự kiến là 18% và 6%. Do đó, mức tiêu thụ xăng dầu dự kiến tăng cùng với xu hướng chuyển đổi từ xe máy sang ô tô do mức tiêu thụ xăng dầu của ô tô bình quân là 7-9 lít/100km, cao hơn mức tiêu thụ xăng dầu của xe máy (trung bình 1,5-2 lít/100km).

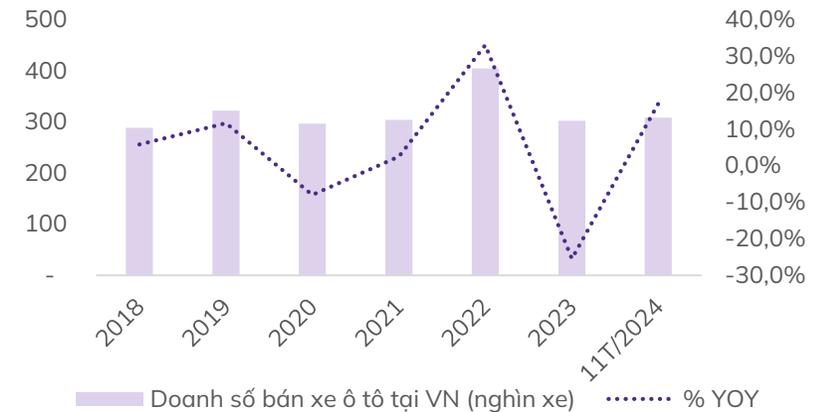
**Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam (triệu m3/tấn)**



**Lượng xăng dầu nhập khẩu của Việt Nam (triệu tấn)**



**Doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam (nghìn xe)**



Nguồn: GSO, Bộ Công thương, TCHQ & VAMA, ABS Research

- Hiện nay, hoạt động kinh doanh xăng dầu đang chịu sự điều chỉnh của Nghị định số 83/2014/NĐ-CP và một số Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định 83/2014/NĐ-CP như Nghị định số 95/2021/NĐ-CP & Nghị định số 80/2023/NĐ-CP. Tuy nhiên, các Nghị định này vẫn còn bộc lộ một số bất cập và các văn bản trên cũng cần hợp nhất lại để các chủ thể tham gia thị trường kinh doanh xăng dầu thuận lợi trong việc thực thi.
- Do đó, Dự thảo Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu là rất cần thiết, giúp thị trường ổn định, góp phần đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Dự thảo Nghị định lần này giúp:

- 1 • Việc kiểm soát nguồn cung dễ dàng hơn;
- 2 • Giảm bớt sự can thiệp của Nhà nước và giúp cơ chế điều hành xăng dầu sát theo cơ chế thị trường, tăng tính cạnh tranh, minh bạch;
- 3 • Giúp thương nhân tiết kiệm thời gian, chi phí, giảm bớt các khâu trung gian, đơn giản hóa trong các khâu tính toán chi phí;
- 4 • Giải quyết được một số bất cập còn tồn tại trong hoạt động kinh doanh xăng dầu...

*Nguồn: ABS Research*

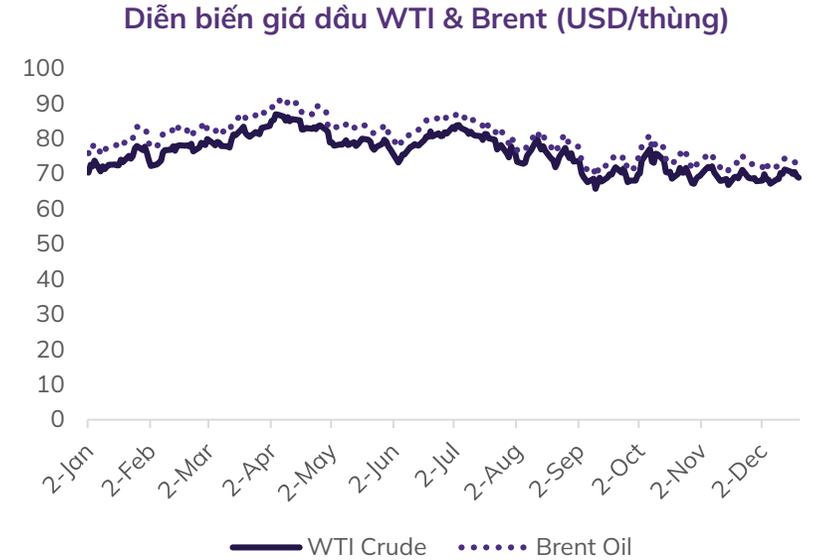
- **ABS Research kỳ vọng Dự thảo Nghị định kinh doanh xăng dầu sẽ sớm được thông qua trong năm 2025. Nếu được thực thi, sẽ có một số DN được hưởng lợi như PLX, OIL. Đây là những thương nhân đầu mối xăng dầu lớn có lợi thế về thương hiệu, quy mô lớn, mạng lưới kênh phân phối rộng khắp cả nước, có kho chứa xăng dầu lớn nhất, thị phần lớn (2 đơn vị này chiếm trên 70% thị phần xăng dầu cả nước), có khả năng về mặt tài chính, có nhiều năm kinh nghiệm trong hoạt động kinh doanh xăng dầu ...**

Một số điểm chú ý của Dự thảo Nghị định kinh doanh xăng dầu:

Nội dung	Quy định tại Dự thảo lần 3	Đánh giá của ABS Research
<b>Cơ chế điều hành giá xăng dầu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Nhà nước công bố giá thế giới bình quân 7 ngày/lần.</li> <li>➢ Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu được quyết định giá bán lẻ xăng dầu trên thị trường nhưng không được vượt quá giá bán tối đa được tính toán theo quy định dựa trên các yếu tố cố định như thuế, các loại chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức đã được quy định tại Nghị định.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Cơ quan quản lý không phải tính toán, công bố định kỳ các chi phí.</li> <li>➢ Giảm bớt sự can thiệp của Nhà nước, giúp cơ chế điều hành sát theo cơ chế thị trường, tăng tính cạnh tranh, minh bạch.</li> <li>➢ Giúp các thương nhân đầu mối đơn giản hóa việc tính toán các chi phí.</li> </ul>
<b>Điều kiện kinh doanh</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>Kho chứa xăng dầu:</b> Tiếp tục cho phép doanh nghiệp được thuê sử dụng kho như đã quy định nhưng phải đảm bảo tiêu chuẩn, điều kiện theo đúng quy định pháp luật, đồng thời có giải pháp tăng cường kiểm tra, giám sát chặt chẽ và có chế tài cụ thể trong trường hợp vi phạm, không để có kẽ hở để doanh nghiệp lợi dụng, trục lợi chính sách</li> <li>➢ <b>Kết nối dữ liệu (số hóa):</b> Bộ Công Thương đề xuất quy định việc kết nối dữ liệu về tổng nguồn xăng dầu, tiêu thụ, tồn kho xăng dầu... là điều kiện bắt buộc thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu phải thực hiện.</li> <li>➢ <b>Bổ sung điều kiện đối với thương nhân đầu mối (điều 9):</b> Là thương nhân phân phối xăng dầu tối thiểu trong ba (03) năm liên kế, không bị cơ quan quản lý nhà nước xử lý vi phạm trong đó có hình thức tước Giấy xác nhận đủ điều kiện làm thương nhân phân phối xăng dầu.</li> <li>➢ <b>Bổ sung quy định về năng lực thực hiện tổng nguồn xăng dầu của thương nhân đầu mối tham gia thị trường xăng dầu:</b> dự thảo Nghị định (Điều 30) quy định trách nhiệm của thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu mới tham gia thị trường phải có trách nhiệm thực hiện tổng nguồn xăng dầu tối thiểu là 100 ngàn m<sup>3</sup>, tấn xăng dầu/năm.</li> </ul>	<p>Điều kiện kinh doanh được thắt chặt và nâng cao vai trò của thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu, nâng cao rào cản gia nhập thị trường đối với các đơn vị không đủ tiêu chuẩn. Các đầu mối kinh doanh xăng dầu phải là các tổ chức có quy mô, có đủ năng lực tài chính, kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh xăng dầu, có đủ khả năng cạnh tranh cả trong khâu tạo nguồn và khâu phân phối, từ đó nâng cao hiệu quả, giúp đảm bảo nguồn cung xăng dầu ổn định, và đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.</p>

Nội dung	Quy định tại Dự thảo lần 3	Đánh giá của ABS Research
<b>Quỹ Bình ổn giá xăng dầu</b>	Dự thảo Nghị định không bỏ Quỹ bình ổn giá xăng dầu. Dự thảo quy định việc bình ổn giá xăng dầu thực hiện theo quy định tại Luật Giá năm 2023 (có hiệu lực từ ngày 1/7/2024) do Luật Giá đã quy định rõ danh mục hàng hóa, dịch vụ thực hiện bình ổn giá, các trường hợp bình ổn và biện pháp thực hiện bình ổn giá.	
<b>Hệ thống kinh doanh xăng dầu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Dự thảo Nghị định quy định thương nhân phân phối xăng dầu chỉ được mua xăng dầu từ thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu, không được mua bán xăng dầu lẫn nhau. Hiện nay, hệ thống phân phối xăng dầu gồm: 1) Thương nhân đầu mối; 2) Thương nhân phân phối xăng dầu; 3) Đại lý bán lẻ xăng dầu; 4) Thương nhân nhận quyền bán lẻ xăng dầu.</li> <li>➢ Về loại hình bán lẻ: Dự thảo Nghị định quy định thương nhân bán lẻ xăng dầu (gồm đại lý bán lẻ và thương nhân nhận quyền bán lẻ), thực hiện bán lẻ xăng dầu dưới một (01) trong ba (03) hình thức: 1) nhận làm đại lý bán lẻ xăng dầu cho một (01) thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu hoặc một (01) thương nhân phân phối xăng dầu; 2) nhận quyền bán lẻ xăng dầu cho một (01) thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu hoặc một (01) thương nhân phân phối xăng dầu; 3) mua xăng dầu từ thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu, thương nhân phân phối xăng dầu để bán lẻ tại hệ thống cửa hàng bán lẻ xăng dầu của thương nhân.</li> </ul>	ABS Research cho rằng Điều này giúp dễ dàng kiểm soát nguồn cung hơn, giảm chi phí trong khâu trung gian.
<b>Dự trữ xăng dầu</b>	Dự thảo quy định thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu phải duy trì dự trữ lưu thông xăng dầu tối thiểu bằng 20 ngày cung ứng, tính theo sản lượng tiêu thụ nội địa bình quân của thương nhân trong 01 ngày của năm trước liền kề, cả về cơ cấu chủng loại.	Dự thảo mới nhất giữ nguyên mức dự trữ tối thiểu theo quy định hiện hành và giảm 10 ngày so với dự thảo lần 2 trước đó, do đó không gây tác động tiêu cực tới các DN thương nhân đầu mối.
<b>Công thức giá</b>	<p>Giá bán xăng dầu tối đa bằng (=) chi phí tạo nguồn cộng (+) chi phí kinh doanh định mức cộng (+) lợi nhuận định mức cộng (+) thuế giá trị gia tăng.</p> <p>Trong đó: Chi phí tạo nguồn bằng (=) [giá sản phẩm xăng dầu thế giới cộng hoặc trừ (±) premium] nhân (×) tỷ giá ngoại tệ cộng (+) chi phí vận tải, bảo hiểm, hao hụt, bốc dỡ cộng (+) chi phí thuế (thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế bảo vệ môi trường).</p> <p>Lợi nhuận định mức: 300 đồng/lít,kg xăng dầu</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Không còn sự phân biệt giữa giá từ nguồn nhập khẩu và giá từ nguồn trong nước;</li> <li>➢ Không còn quỹ bình ổn giá trong công thức giá xăng dầu tối đa.</li> <li>➢ Phản ánh sát với tình hình thực tế hơn.</li> </ul>

- Xu hướng ô tô điện đang ngày càng chiếm ưu thế, và dần thay thế xe xăng. Trên khắp thế giới, Chính phủ các nước đưa ra những quy định về việc thay đổi loại phương tiện từ thuần xăng, dầu sang điện hóa như xe hybrid và xe thuần điện. làn sóng điện hóa nhanh chóng lan tới Việt Nam và ngày càng nhận được nhiều quan tâm từ người tiêu dùng, nhất là trong điều kiện chất lượng không khí đang suy giảm.
- Hà Nội thông qua Nghị quyết Quy định thực hiện vùng phát thải thấp trên địa bàn thành phố (hiệu lực từ 1/1/2025), theo đó, từ năm 2025 đến năm 2030, thí điểm lập vùng phát thải thấp ở một khu vực trên địa bàn quận Hoàn Kiếm, Ba Đình, từ năm 2031 trở đi, các khu vực trên địa bàn Hà Nội có đủ tiêu chí theo quy định phải thực hiện vùng phát thải thấp. Điều này có thể dẫn tới xu hướng chuyển đổi xe xăng sang xe điện.
- **Triển vọng lợi nhuận các doanh nghiệp kinh doanh, phân phối xăng dầu phụ thuộc chặt chẽ vào biến động của giá dầu.** Do đặc thù chung của ngành, các DN kinh doanh xăng dầu phải duy trì dự trữ tối thiểu 20 ngày cung ứng nên giá dầu giảm sẽ ảnh hưởng tới việc trích lập dự phòng hàng tồn kho. Trong khi đó, thị trường xăng dầu thế giới diễn biến phức tạp, khó dự báo do ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố.
- **Triển vọng giá dầu năm 2025 dự báo vẫn yếu.**
  - Giá dầu WTI & Brent hiện đang dao động quanh 68-73 USD/thùng, giảm khoảng 5-7% svck. Xu hướng giảm vẫn tiếp tục từ năm 2023 tới nay.
  - Nhiều tổ chức lớn trên thế giới dự báo triển vọng giá dầu năm 2025 vẫn tương đối yếu. Goldman Sachs dự báo giá dầu Brent năm 2025 quanh 70-85 USD/thùng, WB dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 là 73 USD/thùng, dự báo của Reuteurs & EIA lần lượt là 75 USD/thùng và 74 USD/thùng.
  - **ABS Research cho rằng giá dầu năm 2025 bình quân sẽ dao động quanh 75 USD/thùng do ảnh hưởng đan xen của cả yếu tố hỗ trợ và kìm hãm giá dầu (trình bày tại trang sau).**



Nguồn: Investing.com, ABS Research

### Dự báo giá dầu Brent của một số tổ chức lớn trên thế giới (USD/thùng)

Tổ chức	Giá dầu Brent 2025F	Ngày báo cáo
Goldman Sachs	70-85	Nov-24
WB	73	Oct-24
Reuteurs	75	Nov-24
EIA	74	Dec-24

Nguồn: ABS Research

## YẾU TỐ KÌM HẸM GIÁ DẦU

### ➤ Nhu cầu tiêu thụ dầu dự báo vẫn yếu:

- Kinh tế thế giới dự kiến tiếp tục suy yếu trong năm 2025, dẫn tới nhu cầu dầu mỏ cũng suy giảm.
- OPEC giảm dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu tháng thứ 5 liên tiếp. Trong báo cáo thị trường dầu tháng 12/2024, OPEC ước tính tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu năm 2025 là 1,45 triệu thùng/ngày, giảm 90.000 thùng/ngày so với đánh giá của tháng trước là 1,54 triệu thùng/ngày.
- Cơ quan quản lý thông tin năng lượng Mỹ (EIA) trong báo cáo tháng 12/2024 dự báo mức tiêu thụ dầu toàn cầu sẽ tăng 1,3 triệu thùng/ngày, thấp hơn giai đoạn 2021-2023.

### ➤ Nguồn cung dư thừa:

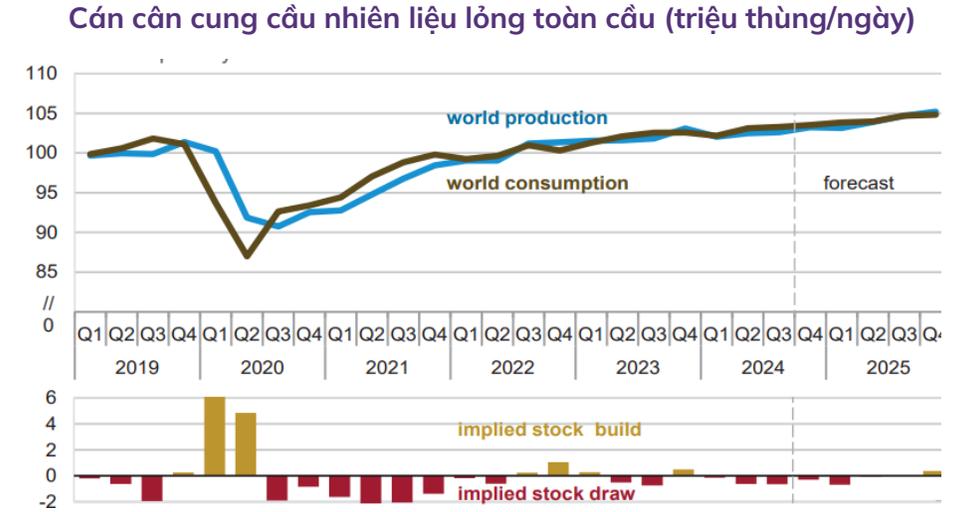
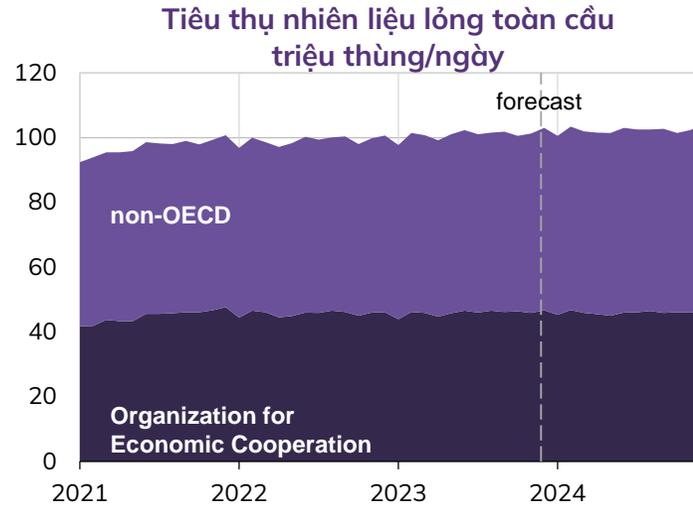
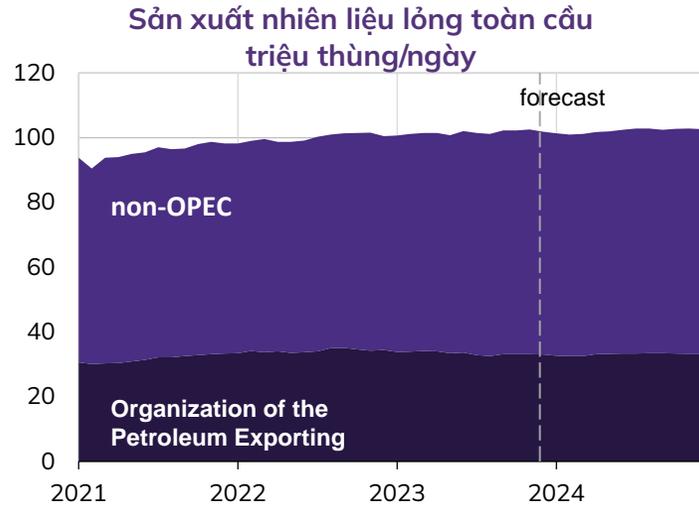
- Dự báo của IEA: Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo thị trường dầu sẽ được cung cấp thoải mái vào năm 2025, ngay cả khi điều chỉnh triển vọng nhu cầu tăng nhẹ cho năm tới. Theo IEA, tăng trưởng nhu cầu dầu trong năm nay yếu hơn dự kiến, phần lớn là do Trung Quốc. Sau nhiều năm thúc đẩy mức tiêu thụ dầu mỏ tăng, những thách thức kinh tế và sự chuyển dịch sang xe điện đang làm giảm triển vọng tăng trưởng nhu cầu dầu mỏ tại quốc gia tiêu thụ lớn thứ hai thế giới. Theo báo cáo của IEA, ngay cả khi OPEC+ không tăng sản lượng trở lại, dự báo nguồn cung dầu mỏ sẽ dư thừa 950.000 thùng/ngày vào năm tới. Con số này sẽ tăng lên 1,4 triệu thùng/ngày nếu OPEC+ tiếp tục kế hoạch bắt đầu nới lỏng cắt giảm từ cuối tháng 3 năm sau.
- Động thái của OPEC+: Nhân tố tác động mạnh nhất tới nguồn cung dầu hiện là Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ và đồng minh (OPEC+). Tuy nhiên, tổ chức này có vẻ đang thể hiện mất dần sự ảnh hưởng lên giá dầu, thể hiện qua thị phần sụt giảm khi hoạt động sản xuất tại Mỹ và các quốc gia khác đang trở dậy.
- **Yếu tố khác:** Sản lượng dầu đá phiến của Mỹ và nguồn cung dầu từ các quốc gia khác trên giới đang tăng sẽ là yếu tố kìm hãm giá dầu.

## YẾU TỐ HỖ TRỢ GIÁ DẦU

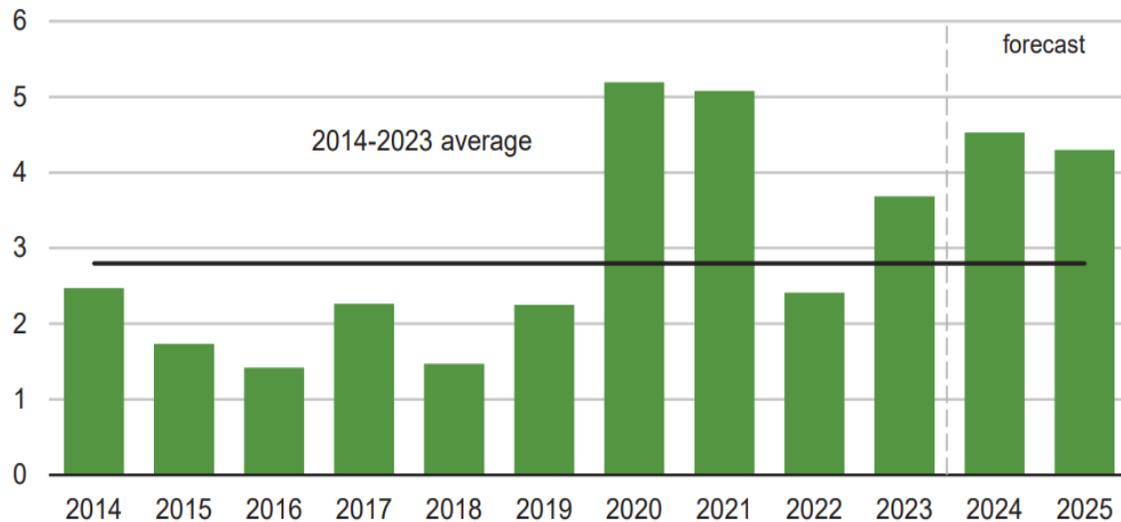
- **Tác động tới nhu cầu:** Nhu cầu tiêu thụ dầu có thể được hỗ trợ bởi gói kích thích kinh tế của Trung Quốc. Kim ngạch nhập khẩu dầu thô của Trung Quốc cũng tăng lần đầu tiên trong 7 tháng vào tháng 11, tăng hơn 14% so với cùng kỳ năm trước.
- **Tác động tới nguồn cung:** Nhóm OPEC+ đã hoãn kế hoạch tăng sản lượng thêm 3 tháng. Trong cuộc họp hôm 5/12, OPEC+ đã quyết định hoãn thời điểm tăng sản lượng dầu thêm ba tháng, đến tháng 4/2025, đồng thời kéo dài việc dỡ bỏ hoàn toàn các biện pháp cắt giảm sản lượng đến cuối năm 2026. Quyết định này được đưa ra do nhu cầu yếu và sản lượng tăng mạnh từ các quốc gia ngoài nhóm.
- **Các yếu tố khác:** Các yếu tố như căng thẳng địa chính trị, bão, nổ đường ống dẫn dầu... Đây là những yếu tố có thể hỗ trợ giá dầu nhưng thời gian qua cho thấy sự tác động của các yếu tố này lên giá dầu cũng khá mờ nhạt.

# MỘT SỐ KHÓ KHĂN & THÁCH THỨC CỦA NGÀNH KINH DOANH XĂNG DẦU (TIẾP)

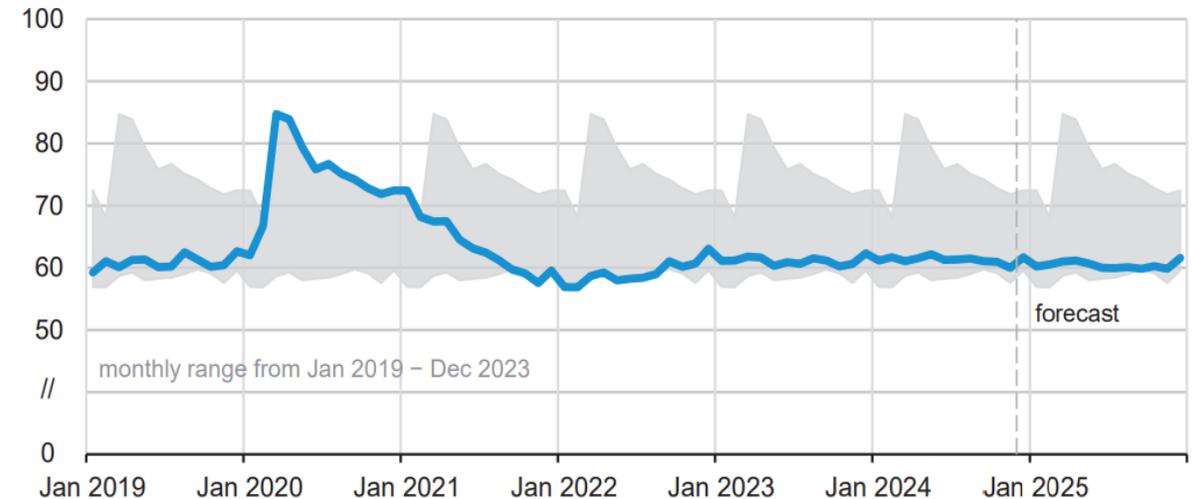
## Dự báo cung cầu dầu thế giới của EIA:



## Năng lực sản xuất dầu thô tăng thêm của OPEC (triệu thùng/ngày)



## Dự trữ dầu thô & nhiên liệu lỏng khác của OECD (ngày cung ứng)

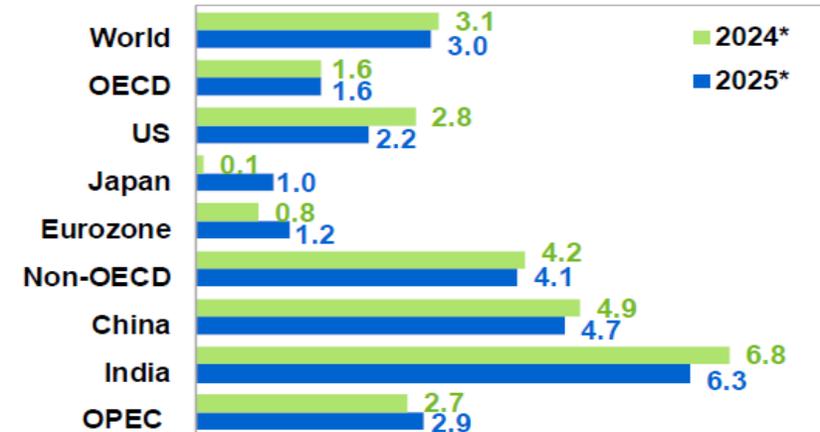


# MỘT SỐ KHÓ KHĂN & THÁCH THỨC CỦA NGÀNH KINH DOANH XĂNG DẦU (TIẾP)

## Dự báo cung cầu dầu thế giới của OPEC:

- OPEC dự báo kinh tế thế giới tăng trưởng 3,1% cho năm 2024 và 3,0% cho năm 2025. Trong đó, năm 2025, kinh tế Hoa Kỳ dự báo tăng trưởng 2,2%, Trung Quốc là 4,7%, Ấn Độ là 6,3%, Nga là 1,7%..., đều sụt giảm so với mức tăng trưởng của năm 2024.
- OPEC dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu năm 2025 là 1,4 triệu thùng/ngày (theo năm), trong đó khối OECD là 0,1 triệu thùng/ngày và các nước ngoài OECD là 1,3 triệu thùng/ngày.
- Nguồn cung chất lỏng không thuộc DoC năm 2025 dự kiến tăng 1,1 triệu thùng/ngày svck. Tăng trưởng dự kiến chủ yếu được thúc đẩy bởi Hoa Kỳ, Brazil, Canada và Na Uy.

## Dự báo tăng trưởng kinh tế của một số quốc gia



## Nhu cầu dầu mỏ thế giới (triệu thùng/ngày)

Nhu cầu dầu thế giới	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Châu Mỹ	24.03	24.72	24.96	24.42	24.96	25.33	25.42	25.03	24.48	25.01	25.45	25.50	25.11
Châu Âu	13.09	13.55	13.45	12.85	13.62	14.15	13.41	13.51	12.87	13.63	14.18	13.43	13.53
Châu Á TBD	7.32	7.31	7.24	7.53	6.98	6.92	7.43	7.22	7.54	6.99	6.94	7.44	7.23
<b>Tổng OECD</b>	<b>44.44</b>	<b>45.58</b>	<b>45.65</b>	<b>44.80</b>	<b>45.56</b>	<b>46.41</b>	<b>46.26</b>	<b>45.76</b>	<b>44.89</b>	<b>45.63</b>	<b>46.56</b>	<b>46.37</b>	<b>45.87</b>
Trung Quốc	15.47	15.05	16.36	16.66	16.60	16.78	17.10	16.79	16.99	16.89	17.12	17.39	17.10
Ấn Độ	4.77	5.14	5.34	5.66	5.61	5.30	5.65	5.55	5.88	5.86	5.55	5.88	5.79
Các nước Châu Á khác	8.67	9.07	9.28	9.70	9.77	9.40	9.51	9.59	9.97	10.08	9.74	9.81	9.90
Mỹ Latinh	6.25	6.44	6.69	6.66	6.80	6.85	6.88	6.80	6.80	6.94	7.00	7.02	6.94
Trung Đông	7.79	8.30	8.63	8.66	8.46	8.99	9.02	8.78	8.81	8.60	9.17	9.18	8.94
Châu Phi	4.22	4.40	4.46	4.55	4.29	4.41	4.87	4.53	4.63	4.38	4.51	4.96	4.62
Nga	3.62	3.75	3.84	3.95	3.83	3.96	4.11	3.96	4.01	3.89	4.02	4.15	4.02
Khác	1.97	1.93	1.96	2.12	2.08	1.87	2.12	2.05	2.16	2.11	1.93	2.16	2.09
<b>Các nước ngoài OECD</b>	<b>52.75</b>	<b>54.07</b>	<b>56.56</b>	<b>57.96</b>	<b>57.44</b>	<b>57.56</b>	<b>59.27</b>	<b>58.06</b>	<b>59.27</b>	<b>58.74</b>	<b>59.03</b>	<b>60.55</b>	<b>59.40</b>
<b>Toàn thế giới</b>	<b>97.2</b>	<b>99.7</b>	<b>102.2</b>	<b>102.8</b>	<b>103.0</b>	<b>104.0</b>	<b>105.5</b>	<b>103.8</b>	<b>104.2</b>	<b>104.4</b>	<b>105.6</b>	<b>106.9</b>	<b>105.3</b>
<b>%YOY</b>	<b>5.94</b>	<b>2.46</b>	<b>2.55</b>	<b>1.59</b>	<b>1.22</b>	<b>1.60</b>	<b>2.02</b>	<b>1.61</b>	<b>1.40</b>	<b>1.38</b>	<b>1.63</b>	<b>1.39</b>	<b>1.45</b>

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi lựa chọn PLX vì đây là DN dẫn đầu thị phần phân phối xăng dầu tại Việt Nam (chiếm gần 50%) và có quy mô mạng lưới lớn nhất hệ thống, bao phủ khắp toàn quốc.
- Nguồn lực tài chính vững chãi.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E & FCFE để tính giá mục tiêu.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	PLX		
	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	273.979	278.601	292.531
<b>%YoY</b>	<b>-9,89%</b>	<b>1,69%</b>	<b>5,00%</b>
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>5,57%</b>	<b>5,86%</b>	<b>5,92%</b>
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.834	2.646	2.925
<b>% YoY</b>	<b>95,48%</b>	<b>-6,62%</b>	<b>10,54%</b>
EPS (đ/cp)	2.190	2.045	2.261
BVPS (đ/cp)	20.048	19.904	21.215
Nợ/VCSH	0,76	0,53	0,17
ROA (%)	3,56%	3,75%	4,11%
ROE (%)	10,93%	10,28%	10,66%

## TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM (PLX-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 40.000 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 43.500 VNĐ (UPSIDE: +8,7%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 tăng trưởng ổn định svck. Lũy kế 9T/2024, DTT của PLX đạt 212.990 tỷ đồng (+3,6% svck), lợi nhuận gộp của PLX đạt 12.712 tỷ đồng (+12,8% svck) & biên lợi nhuận gộp đạt 6%, cải thiện svck (5,5%). LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 2.345 tỷ đồng (+8% svck). Diễn biến khả quan trên là do hoạt động kinh doanh xăng dầu về cơ bản ổn định, sản lượng bán hàng tăng svck nhờ: i) nguồn cung năng lượng thế giới và giá dầu thế giới không biến động mạnh như các năm; ii) nguồn cung xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu trong nước cũng khá ổn định. Kết thúc 9T/2024, PLX đã vượt 13,3% kế hoạch doanh thu và vượt 10,3% kế hoạch LNTT năm 2024.
- Nguồn lực tài chính vững chắc với lượng tiền dồi dào và xu hướng nợ vay giảm. Tại 30/9/2024, PLX có 23.352 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng, chiếm 33,3% cơ cấu TTS. Lượng tiền dồi dào sẽ giúp PLX có thể chủ động trong các hoạt động kinh doanh. PLX cũng chi trả cổ tức bằng tiền khá đều đặn, năm 2021 là 12%, năm 2022 là 7%, năm 2023 là 15% và dự kiến năm 2024 là 10%. Nợ vay giảm về 13.608 tỷ đồng (-31,4% so với thời điểm cuối năm 2023), hệ số D/E cũng giảm về còn 0,47 lần từ mức 0,76 lần của năm 2023 giúp giảm chi phí lãi vay (9T/2024 chi phí lãi vay giảm 26,3% svck về còn 507,6 tỷ đồng).
- Dư địa tăng trưởng ngành xăng dầu còn lớn khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng tốt. Thị trường phân phối xăng dầu của Việt Nam dự báo tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép CAGR trong giai đoạn 2022-2030 dự kiến chỉ đạt 4,3%/năm.
- PLX có cơ hội gia tăng thị phần từ việc làm đầu mối xăng dầu khi các công ty đầu mối khác bị rút giấy phép, cũng như từ bán lẻ xăng dầu nhờ sớm triển khai xuất hóa đơn bán lẻ.
- PLX dự kiến sẽ hưởng lợi nếu Dự thảo về kinh doanh xăng dầu được thông qua do PLX có lợi thế về thương hiệu, quy mô (mạng lưới trên 5.500 cửa hàng), thị phần (chiếm 50% thị phần kinh doanh xăng dầu nội địa).

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá dầu biến động giảm, làm tăng chi phí trích lập dự phòng hàng tồn kho, từ đó làm giảm kết quả kinh doanh.
- Rủi ro do chuyển dịch từ sử dụng xe xăng sang xe điện.
- Các rủi ro khác như tỷ giá, gián đoạn nguồn cung...



# NGÀNH BÁN LẺ

Tiếp đà tăng trưởng

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



NGÀNH BÁN LẺ NĂM 2024 ĐÃ CHO THẤY SỰ PHỤC HỒI TỐT VÀ CHÚNG TÔI DỰ BÁO ĐÀ TĂNG TRƯỞNG SẼ TIẾP TỤC DUY TRÌ TRONG NĂM 2025 NHỜ THU NHẬP CẢI THIỆN, TĂNG LỚP TRUNG LƯU GIA TĂNG VÀ NHỮNG CHÍNH SÁCH THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ ĐƯỢC THỰC THI TRONG NĂM 2025.

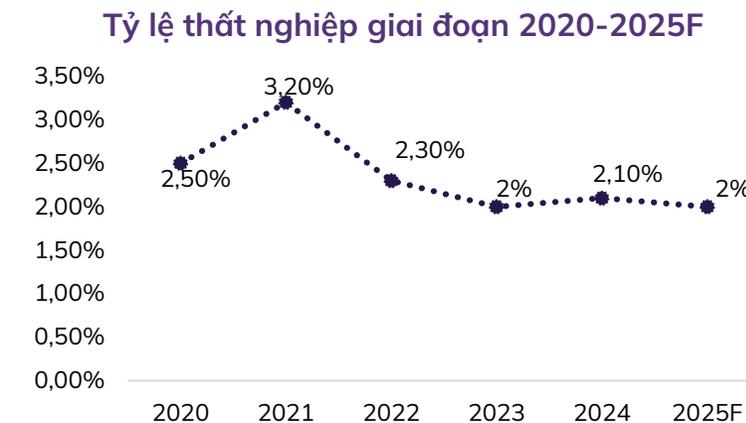
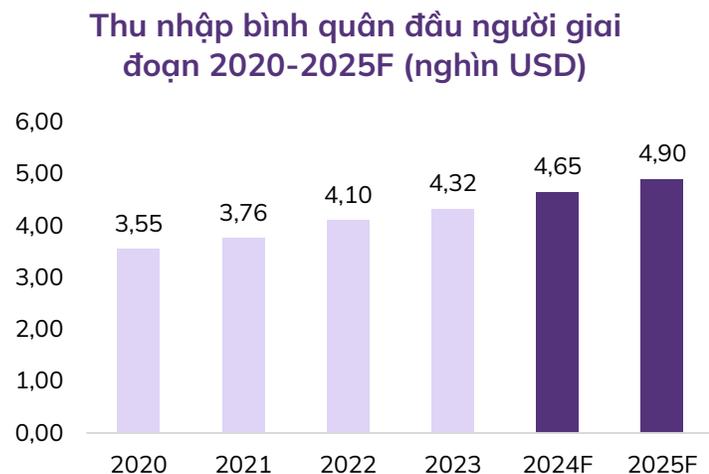
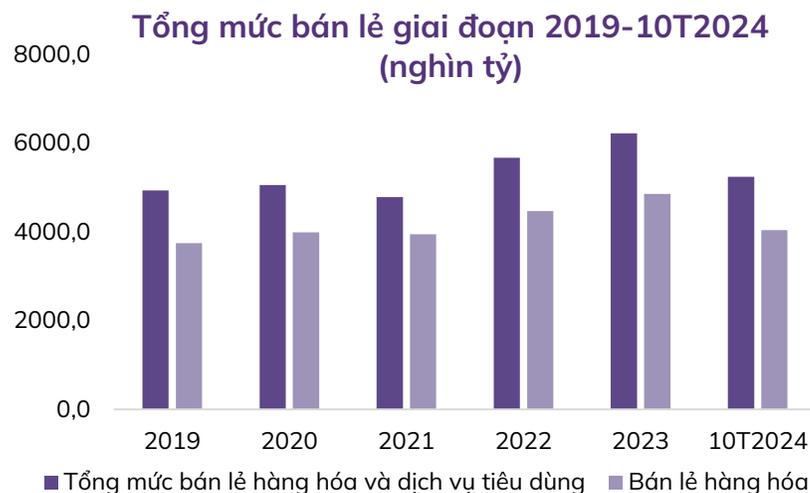
➤ **Quy mô thị trường bán lẻ dự kiến tăng trưởng với CAGR 12,05% giai đoạn 2024-2029.** Theo thông tin của Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành tháng 11/2024 ước đạt 562,0 nghìn tỷ đồng, tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 11T/2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 5.822,3 nghìn tỷ đồng, tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 5,8%. Theo báo cáo của Mordor Intelligence về thị trường bán lẻ Việt Nam năm 2024, ước tính quy mô thị trường sẽ đạt 276,37 tỷ USD và dự kiến đạt 488,08 tỷ USD vào năm 2029, tăng trưởng ở tốc độ CAGR là 12,05% trong giai đoạn dự báo (2024-2029).

➤ **Thu nhập người dân được cải thiện và tỷ lệ thất nghiệp giảm.** Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế 6,5% - 7% trong năm 2025, GDP bình quân đầu người phấn đấu đạt 4.900USD, tức tăng trưởng 5,4% so với con số được dự báo cho năm 2024 (4.650USD/người), cao hơn 1,9% so với mức lạm phát IMF dự báo cho năm 2025. Điều này đồng nghĩa với việc thu nhập thực tế của người dân tiếp tục tăng, từ đó thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng. Tỷ lệ thất nghiệp được IMF dự báo giảm từ 2,1% xuống 2% trong năm 2025, tổng thu nhập người dân sẽ gia tăng hỗ trợ chi trả cho tiêu dùng trong năm 2025.

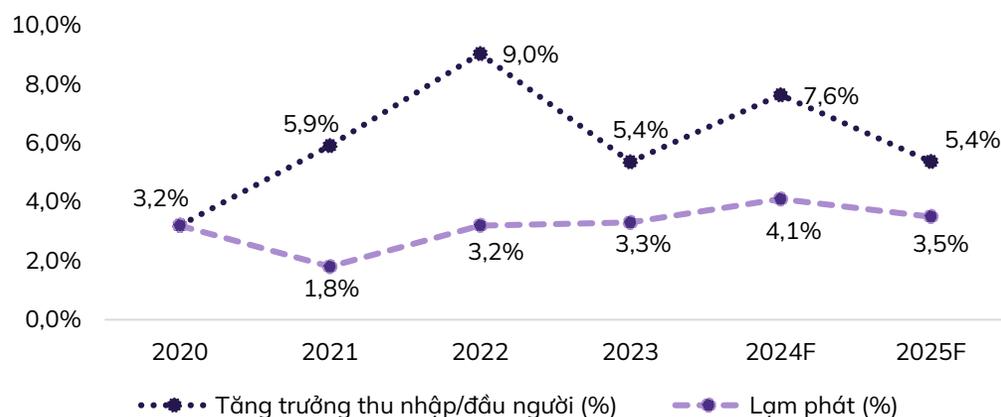
➤ **Chính sách thuế VAT 8% kích cầu tiêu dùng tiếp tục được gia hạn.** Chính sách giảm 2% thuế GTGT từ 10% xuống 8% được gia hạn tới tháng 6/2025 đã được thông qua tại kỳ họp Quốc hội thứ 8 vào ngày 30/11/2024. Việc thực hiện giảm 2% thuế GTGT cho một số mặt hàng chịu thuế GTGT 10% đã được thực hiện ổn định trong giai đoạn 2022-2024. Chính sách tiếp tục được gia hạn thực hiện trong nửa đầu năm 2025 được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ mục tiêu kích cầu tiêu dùng, góp phần thúc đẩy sản xuất kinh doanh và tăng trưởng kinh tế.

➤ **Tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng tiêu dùng kỳ vọng khả quan trong năm 2025.** NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 ở mức 15%, bằng với mục tiêu năm 2024, trong đó tăng trưởng tín dụng tiêu dùng được kỳ vọng lớn. Hiện nay tín dụng tiêu dùng đang tăng trưởng trở lại cùng với sự hồi phục của nền kinh tế. Thị trường vay tiêu dùng giá trị nhỏ được dự báo tăng trưởng hơn 40%, đạt quy mô gần 2 tỷ USD trong năm 2024 và sẽ tăng gấp 4-5 lần trong vòng 5 năm tới. Các ngân hàng đã đưa ra nhiều gói tín dụng tiêu dùng phù hợp với mục đích vay vốn của khách hàng để kích cầu tín dụng. Thêm vào đó, việc các tổ chức tín dụng hợp tác trực tiếp với các bên bán lẻ để cấp tín dụng cho người tiêu dùng sẽ gia tăng sự thuận lợi trong vay tiêu dùng và kích thích chi tiêu của người dân.

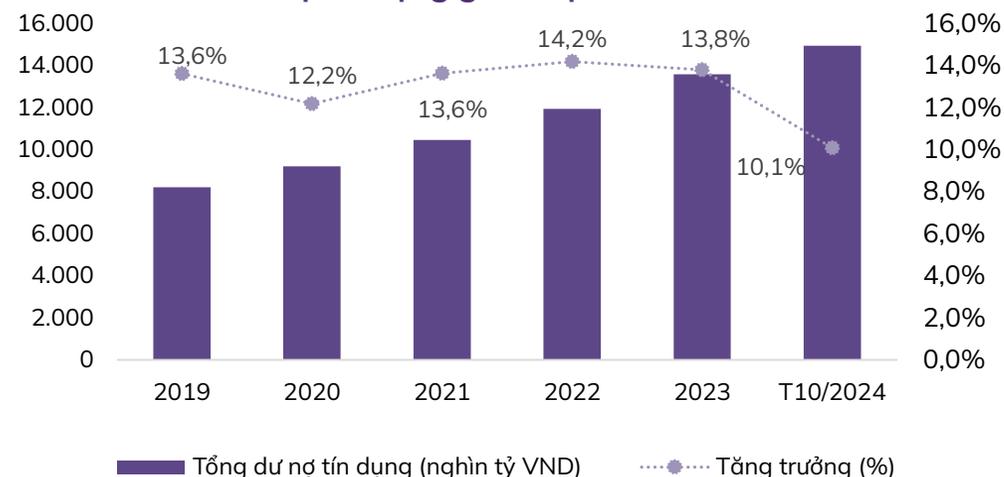
# ◉ NGÀNH BÁN LẺ NĂM 2025 TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG (tiếp)



### Tăng trưởng thu nhập/đầu người và lạm phát giai đoạn 2020-2025F



### Dư nợ tín dụng giai đoạn 2019-2024



# PHÂN KHÚC BÁN LẺ THỰC PHẨM – TẬN DỤNG BỨT PHÁ

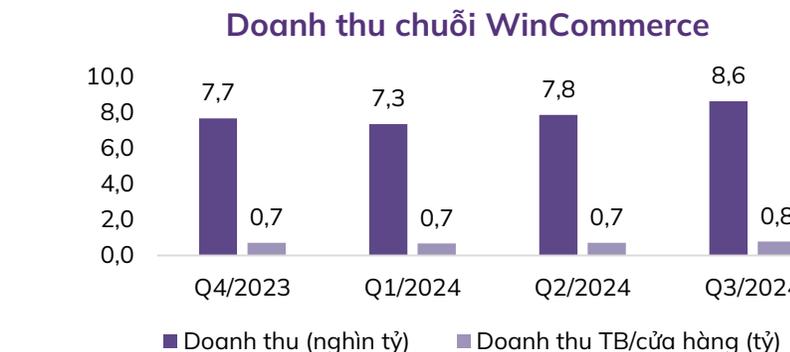
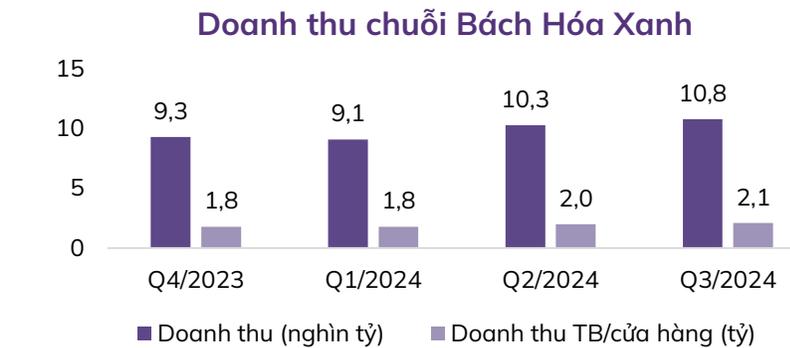
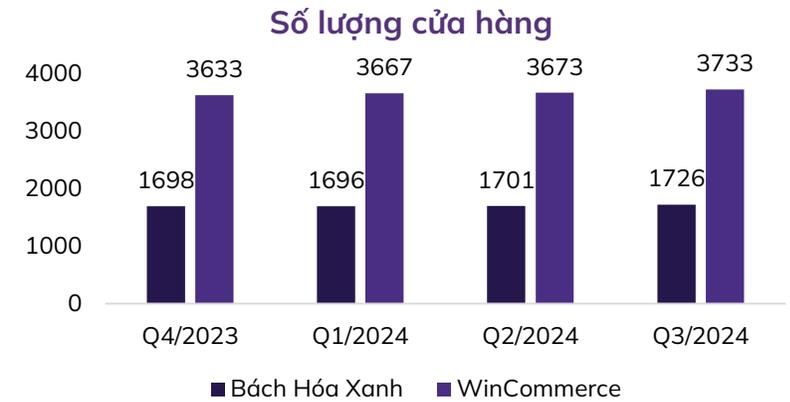
CHÚNG TÔI CHO RẰNG VIỆC PHÁT TRIỂN CÁC CHUỖI PHÂN PHỐI THỰC PHẨM CẠNH TRANH VỚI CHỢ TRUYỀN THỐNG SẼ THUẬN LỢI TRONG NĂM 2025 NHỜ HÀNH VI NGƯỜI TIÊU DÙNG THAY ĐỔI KHI THU NHẬP CẢI THIỆN.

- **Quy mô ngành thực phẩm đang tăng trưởng tốt.** Theo VCCI, doanh thu ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam được dự báo đạt hơn 720.000 tỷ đồng vào năm 2024, tăng 10,92% so với năm 2023. Mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) được dự kiến đạt 10,26% từ năm 2024 đến năm 2029, đưa tổng doanh thu của ngành lên khoảng 1,5 tỷ USD vào năm 2029.
- **Hành vi người tiêu dùng đang thay đổi.** Theo AC Nielsen, ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) trong quý 2/2024 tăng trưởng 1,8% so với năm ngoái, cao hơn mức đi ngang trong quý 1/2024 và mức tăng 1,1% của năm 2023. Nielsen cũng cho rằng người tiêu dùng hiện nay đang tới chợ ít hơn do người tiêu dùng trẻ ưa chuộng nơi mua bán hiện đại, thuận tiện, sạch sẽ và giá cả được niêm yết rõ ràng.
- **Thu nhập cải thiện thúc đẩy tiêu dùng chất lượng.**
  - Một trong những rào cản đối với người dân khi lựa chọn giữa chuỗi cửa hàng thực phẩm và chợ truyền thống là vấn đề giá cả. Tuy nhiên, khi thu nhập của người dân được cải thiện thì rào cản này sẽ giảm xuống.
  - Mối lo ngại về vệ sinh an toàn thực phẩm cũng là một trong những nhân tố thúc đẩy người tiêu dùng đến với các chuỗi siêu thị. Trong khi các sản phẩm từ chợ không chứng minh được nguồn gốc xuất xứ thì hầu hết các sản phẩm tươi ở siêu thị đều có chứng nhận an toàn thực phẩm.

Các chuỗi cửa hàng thực phẩm hiện đại như Bách Hóa Xanh, WinCommerce đang tích cực mở rộng với tham vọng thay thế các cửa hàng nhỏ lẻ và chợ truyền thống. Tốc độ mở cửa hàng nhanh nhưng kinh doanh có lãi là minh chứng cho việc bán lẻ thực phẩm có hệ thống đang là xu thế của thị trường.

- Chuỗi Bách Hóa Xanh hiện đã tiến ra miền Trung và dự kiến mở mới 100-200 cửa hàng trên toàn quốc trong năm 2025.
- Chuỗi WinCommerce với mục tiêu tham vọng hơn, dự kiến mở mới 100 cửa hàng mỗi quý.

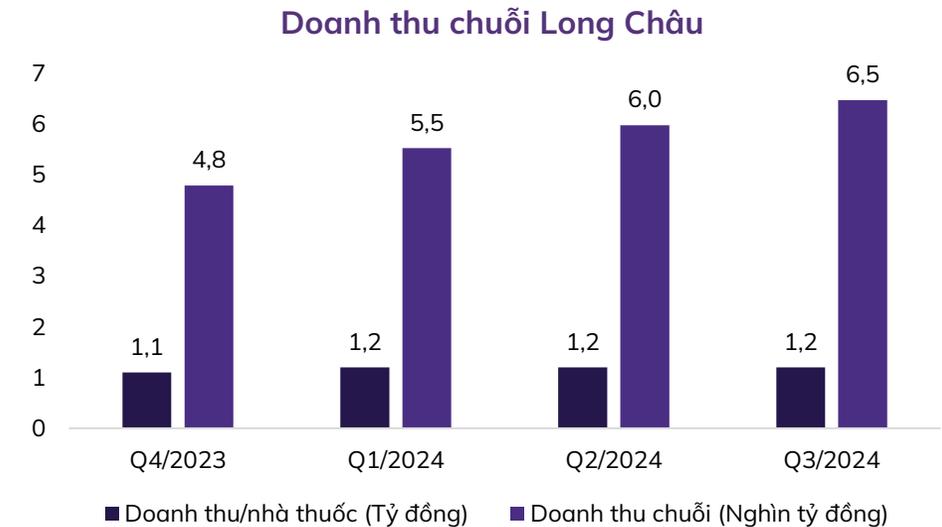
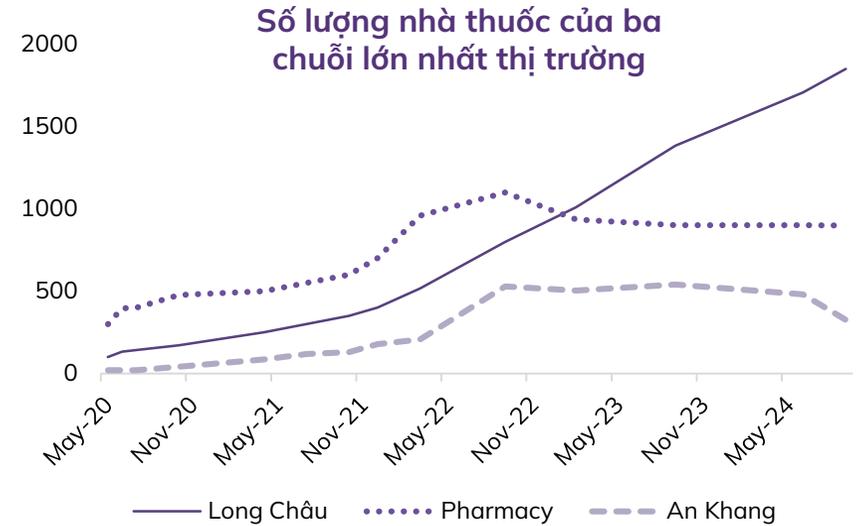
Chúng tôi tin rằng sự phát triển theo mô hình chuỗi cửa hàng thực phẩm này sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong năm 2025.



Nguồn: MSN, MWG, ABS Research

## PHÂN KHÚC BÁN LẺ DƯỢC PHẨM – TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG

- **Quy mô ngành dược phẩm tăng trưởng ổn định.** Theo IQVIA, quy mô toàn ngành năm 2023 ước đạt 7 tỷ USD, tăng trưởng 6% so với năm trước với 60% giá trị được phân phối qua kênh nhà thuốc. Ngành dược Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 6%-8% trong giai đoạn 2023-2028.
- **Bán lẻ dược phẩm có nhiều yếu tố thuận lợi.** Việt Nam hiện được xếp vào nhóm quốc gia có tổng giá trị thị trường dược phẩm và mức tăng trưởng ngành dược nhanh nhất thế giới. Với 60% giá trị ngành dược được phân phối qua kênh nhà thuốc, chúng tôi cho rằng mảng phân phối dược phẩm năm 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ tăng trưởng kinh tế, thu nhập cải thiện và luật Dược mới đã tạo hành lang pháp lý cho các chuỗi dược phẩm phát triển.
  - Thu nhập cải thiện sẽ thúc đẩy người dân quan tâm hơn đến vấn đề sức khỏe và tăng nhu cầu mua sắm sản phẩm dược phẩm chức năng chăm sóc sức khỏe.
  - Dân số già chiếm tỷ trọng lớn và tốc độ già hóa dân số gia tăng khiến nhu cầu dược phẩm tăng cao.
  - Luật Dược sửa đổi đã có các quy định về quyền và trách nhiệm của các doanh nghiệp thực hiện kinh doanh chuỗi nhà thuốc, được phép luân chuyển thuốc và người chịu trách nhiệm chuyển môn về dược giữa các nhà thuốc thuộc chuỗi.
- **Chúng tôi cho rằng các chuỗi nhà thuốc sẽ ngày càng lớn mạnh nhờ lợi thế lớn so với các nhà thuốc nhỏ lẻ:**
  - Mỗi quan hệ với các hãng thuốc lớn sẽ khiến các chuỗi có nhiều loại thuốc hơn và có khả năng thương lượng được giá tốt hơn với các nhà sản xuất thuốc.
  - Việc tận dụng thương mại điện tử, bán hàng online và giao hàng tận nơi sẽ gia tăng sự tiện ích, khách hàng không cần đến tận hiệu thuốc để mua thuốc mà có thể đặt hàng ngay tại nhà.
  - Sử dụng việc tư vấn chăm sóc sức khỏe khách hàng khi mua thuốc để tạo sự khác biệt.



Thị trường bán lẻ ICT trong nước đã bước vào giai đoạn bảo hòa với tốc độ tăng trưởng dự báo đạt 5% CAGR từ năm 2025 đến 2030. Chúng tôi cho rằng động lực trong thời gian tới của mảng ICT sẽ đến từ việc Việt Nam đang từng bước hiện đại hóa hạ tầng công nghệ như 5G, trung tâm dữ liệu, ứng dụng AI.

➤ **Đối với thị trường điện thoại di động, việc triển khai mạng 5G sẽ hướng đến mỗi người dân sở hữu một smartphone siêu tốc độ - siêu kết nối**, đồng nghĩa với nhu cầu đổi mới các sản phẩm điện tử sang phân khúc hiện đại, công nghệ cao sẽ trở nên cấp thiết. Tuy nhiên, một số mặt hàng điện thoại thông minh có thể sẽ trở nên đắt đỏ hơn trong năm 2025 do giá chip và tấm bán dẫn tăng. Với việc hiện nay giá điện thoại ở phân khúc cao cấp đã gần chạm ngưỡng mà người tiêu dùng sẵn sàng chi trả, việc tăng giá bán cho các sản phẩm này có thể sẽ khiến doanh thu sụt giảm.

➤ Đối với thị trường máy tính:

▪ **Xu hướng tích hợp AI** sẽ thúc đẩy nhu cầu thay mới máy tính và là động lực tăng trưởng cho thị trường này. Dự báo 70% số lượng máy tính được phân phối sẽ tích hợp AI vào năm 2028.

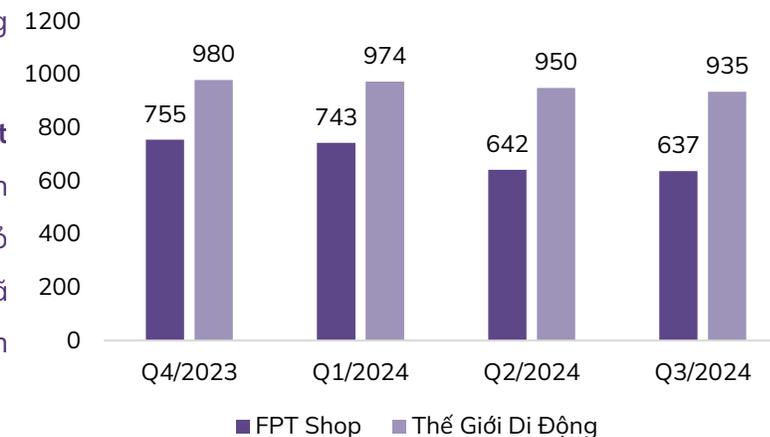
▪ **Năm 2025 sẽ là năm bản lề cho chu kỳ thay thế máy tính** mới khi Microsoft sẽ ngừng hỗ trợ dịch vụ với người dùng Windows 10 vào ngày 14/10/2025, thúc đẩy người dùng chuyển sang Windows 11. Windows 11 có thể không phù hợp với các máy tính đời cũ, đặc biệt là những thiết bị không đáp ứng yêu cầu tối thiểu, do vậy người dùng sẽ phải chuẩn bị cho việc thay thế máy tính mới trong năm 2025.

Tuy cuộc chiến giá đã kết thúc, cạnh tranh ở mảng ITC là rất lớn và chúng tôi cho rằng doanh thu mảng ITC có thể tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận sẽ khó cải thiện. Hiện các ông lớn trong ngành cũng đang cố gắng co kéo thị phần.

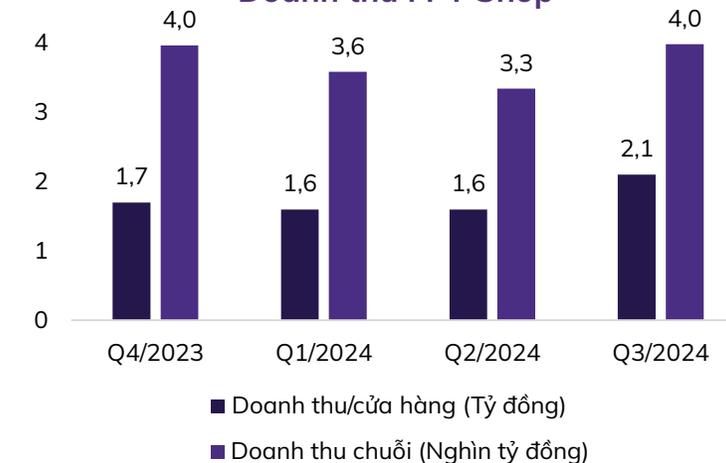
➤ FPT shop đã phải tăng hiệu quả kinh doanh bằng cách đóng cửa các cửa hàng yếu kém và lấn sân sang mảng điện máy, bước đầu đã thành quả khi chuỗi bắt đầu có lãi trở lại.

➤ CTCP Thế Giới Di Động dự kiến sẽ không mở thêm cửa hàng điện thoại điện máy mà chỉ tập trung nâng cấp các cửa hàng hiện có.

Số lượng cửa hàng



Doanh thu FPT Shop



Nguồn: FRT, MWG, ABS Research

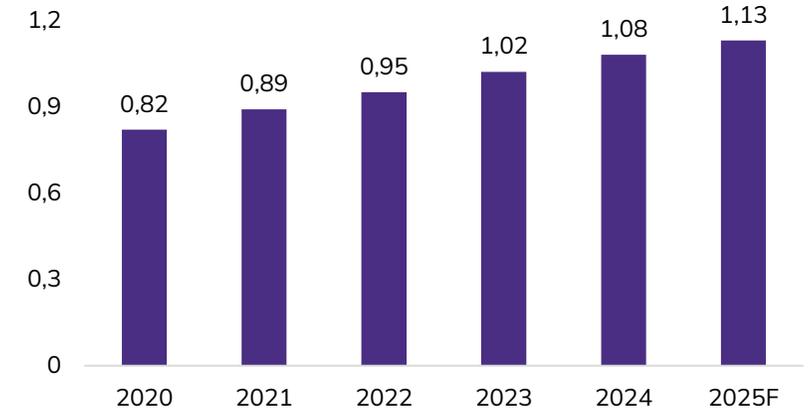
## ► PHÂN KHÚC TRANG SỨC – CÒN NHIỀU DƯ ĐỊA NHƯNG THIẾU NGUYÊN VẬT LIỆU

Theo Statista, thị trường trang sức Việt Nam đạt doanh thu khoảng 1,08 tỷ USD trong năm 2024. Dự kiến tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2024-2029 đạt CAGR 4,87%. Chúng tôi cho rằng mảng bán lẻ trang sức sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2025 nhờ các yếu tố tăng trưởng thu nhập và kỳ vọng giải quyết khan hiếm vàng nguyên vật liệu.

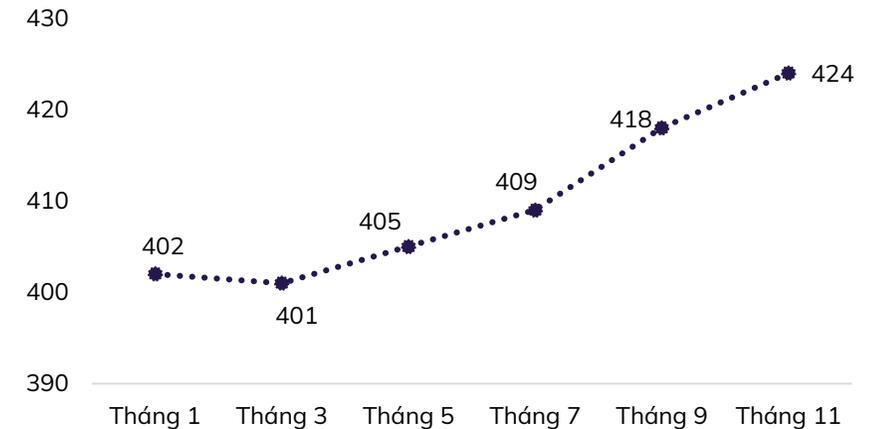
- Số dân thuộc tầng lớp trung lưu gia tăng và thu nhập khả dụng ngày càng tăng sẽ thúc đẩy đáng kể nhu cầu về các mặt hàng xa xỉ.
- World Data Lab ước tính Việt Nam đứng thứ 5 trong số 9 quốc gia châu Á dự kiến có sự gia tăng lớn nhất về tầng lớp trung lưu vào năm 2024 với 4 triệu người. Tầng lớp trung lưu hiện chiếm khoảng 17% dân số. Bộ Lao động, Thương binh và Xã hội dự kiến tỷ lệ này sẽ tăng lên 26% vào năm 2026.
- Theo HSBC Việt Nam, ngày càng có nhiều người trẻ Việt Nam tích lũy tài sản vượt quá 250.000 USD. Đến năm 2030, Việt Nam sẽ trở thành một trong 10 thị trường tiêu dùng lớn nhất toàn cầu nhờ tầng lớp trung lưu đang mở rộng nhanh chóng.
- Kỳ vọng đồng USD lên giá cùng với những tin tích cực hy vọng giải quyết các cuộc xung đột vũ trang sẽ là yếu tố hỗ trợ khiến thị trường vàng bớt nóng trong năm 2025.

Tuy nhiên vấn đề khan hiếm vàng nguyên liệu dù giảm bớt nhưng vẫn hiện hữu, buộc các doanh nghiệp trong nước phải co kéo nguồn cung và hàng tồn kho, cho đến khi có những quyết định chính sách mới, kỳ vọng sẽ được giải quyết trong năm 2025.

**Doanh thu thị trường trang sức Việt Nam giai đoạn 2020-2025F (Tỷ USD)**



**Số lượng cửa hàng PNJ các tháng năm 2024**



Nguồn: Statista, PNJ, ABS Research

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị các công ty có lợi thế thị phần, đã có đà tăng trưởng thị phần tốt trong năm 2024 để tiếp tục trong năm 2025.
- Các công ty có nguồn lực tài chính tốt để có thể tận dụng cơ hội mở rộng trong năm 2025.
- Phương pháp định giá: dựa trên P/E, P/B và FCFF.

Chỉ tiêu	MWG			FRT			PNJ		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	118.280	130.499	143.549	31.850	38.764	42.640	33.137	38.616	37.125
<i>%YoY</i>	<i>(11,3%)</i>	<i>10,3%</i>	<i>10%</i>	<i>5,6%</i>	<i>21,7%</i>	<i>10%</i>	<i>(2,2%)</i>	<i>16,5%</i>	<i>-3,9%</i>
<b>LNG</b>	22.521	27.120	31.410	5.162	7.249	8.396	6.059	6.758	6.868
<i>Biên LNG (%)</i>	<i>20%</i>	<i>20,8%</i>	<i>21,9%</i>	<i>16,2%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>18,3%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,5%</i>
<b>LNST Công ty mẹ</b>	168	3.656	4.427	(346)	320	601	1.971	2.100	2.389
<i>%YoY</i>	<i>(96%)</i>	<i>2.084%</i>	<i>21,0%</i>	<i>NA</i>	<i>NA</i>	<i>87,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>6,5%</i>	<i>13,8%</i>
<b>EPS (đ/cp)</b>	115	2.500	3.027	-2.537	2.349	4.415	5.076	6.301	7.095
<b>BVPS (đ/cp)</b>	15.954	18.946	21.973	11.738	14.091	18.506	29.881	32.629	37.724
<b>Nợ/VCSH (lần)</b>	1,1	0,9	0,9	4,7	3,7	3,4	0,2	0,1	0,2
<b>ROA (%)</b>	0,3%	5,7%	6,5%	-2,9%	2,31%	4,0%	14,2%	15,0%	16,8%
<b>ROE (%)</b>	0,7%	14,2%	16,5%	-19,2%	16,7%	26,3%	21,6%	19,8%	19,8%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

### CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG – HOSE) - MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 60.500 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 74.000 VNĐ/cp (+22,3%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kết quả kinh doanh 9 tháng của MWG cho thấy tất cả các mảng kinh doanh chính đều tăng trưởng tốt. Doanh thu thuần 9T2024 đạt 99.767 tỷ đồng (+14,9% svck), trong đó tăng trưởng mạnh nhất là chuỗi Bách Hóa Xanh với doanh thu tăng 35,9%, chuỗi Điện Máy Xanh và Thế Giới Di Động có doanh thu thuần tăng lần lượt 8,2% và 4,7%. Nhờ tăng trưởng doanh thu tốt cùng với quản lý chi phí hiệu quả mà LNST của cổ đông công ty mẹ 9T2024 đạt 2.875 tỷ đồng, gấp gần 37 lần svck.
- Nợ vay của công ty cuối Q3/2024 ở mức 23.968 tỷ đồng, giảm 4,6% so với đầu năm, chiếm 35,8% tổng nguồn vốn. Bù lại lượng tiền và tiền gửi ngắn hạn của công ty rất dồi dào, đạt 31.301 tỷ đồng. Tỷ lệ D/E ở mức 0,88 lần, chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của công ty ở mức an toàn.

#### Chúng tôi cho rằng MWG sẽ tiếp tục cho thấy hiệu quả trong năm 2025 nhờ những yếu tố sau:

- Chuỗi Bách Hóa Xanh tại thị trường miền nam đã có lãi và công ty bắt đầu mở thử nghiệm ra miền trung, đặt cạnh các khu chợ truyền thống. Chúng tôi cho rằng chuỗi Bách Hóa Xanh sẽ thuận lợi hơn trong năm 2025 nhờ tăng trưởng kinh tế và thu nhập cải thiện khiến người dân quan tâm hơn đến chất lượng dịch vụ cũng như nguồn gốc sản phẩm.
- Chuỗi EraBlue đã bắt đầu có lãi và công ty đang đẩy mạnh việc mở cửa hàng để gia tăng thị phần, mục tiêu đạt 150 cửa hàng trong năm 2025. Với lợi thế kinh nghiệm mở chuỗi tại thị trường Việt Nam và tiềm năng tiêu dùng tại Indonesia với dân số gấp rưỡi Việt Nam, chúng tôi cho rằng EraBlue sẽ tăng dần đóng góp cho lợi nhuận chung trong thời gian tới.
- Mục tiêu MWG trong thời gian tới sẽ không mở thêm cửa hàng điện thoại điện máy (Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh), thay vào đó sẽ tập trung vào thay đổi cơ cấu hàng phù hợp thị hiếu người tiêu dùng và phối hợp với các hãng để có được các chương trình khuyến mãi hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng việc này sẽ tiết giảm một lượng lớn chi phí đóng mở cửa hàng trong năm 2025, cùng với đó, doanh số mảng điện thoại điện máy sẽ tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên chúng tôi cũng đánh giá biên lợi nhuận mảng này có thể sẽ không tăng trong năm 2025.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Chuỗi Bách Hóa Xanh không thành công như mong đợi.
- Mảng điện thoại điện máy không thể tăng trưởng vì cạnh tranh gắt gao.

### CÔNG TY CỔ PHẦN BÁN LẺ KỸ THUẬT SỐ FPT (FRT – HOSE) - KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 178.500 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 198.000 đồng(+10,9%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Doanh thu 9T2024 của FRT tăng trưởng mạnh 23,7%, đạt 28.657 tỷ đồng, trong đó doanh thu chuỗi Long Châu tăng đến 59,8% svck và chuỗi FPT Shop giảm 9,6%. Chuỗi FPT Shop sau khi tái cơ cấu và gia nhập ngành hàng điện máy đã bắt đầu có lãi trở lại trong Q3/2024. Kết quả, LNST cổ đông công ty me 9T2024 đạt 206 tỷ đồng, là con số ấn tượng so với mức lỗ 245 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

**Chúng tôi cho rằng tình hình kinh doanh của FRT trong năm 2025 sẽ tăng trưởng tốt nhờ vào ưu thế của chuỗi Long Châu và sự hiệu quả của FPT Shop.**

- **Long Châu sẽ là động lực tăng trưởng chính của FRT** trong thời gian tới khi doanh nghiệp đã tìm được công thức tối ưu để giành thị phần và lợi nhuận cho mảng này. Tính đến hết Q3/2024, doanh thu từ Long Châu đang chiếm đến 62% doanh thu của FRT, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ tăng lên 65% khi kết thúc năm 2024 và 70% trong năm 2025. Chiến lược của Long Châu là hợp tác với hãng các cung cấp thuốc ngoại, đi cùng với các hãng lớn, đảm bảo được thời gian cung ứng thuốc đủ, trong đó có không ít thuốc hiếm (thuốc điều trị ung thư) – điều mà các chuỗi nhà thuốc khác chưa làm được, do vậy chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ vẫn tiếp tục mở rộng và giữ được biên lợi nhuận tốt trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng Long Châu sẽ tiếp tục mở mới 350 nhà thuốc trong năm 2025.
- **FRT tiếp tục mở mới các điểm tiêm chủng.** Tiêm chủng Long Châu đã đưa công nghệ vào giám sát hệ thống bảo quản và vận chuyển vaccine, sử dụng AI trong quản lý tiêm chủng cùng công nghệ theo dõi phản ứng sau tiêm thông minh, sẽ hạn chế tối đa những sai sót và tăng cường đảm bảo an toàn trong tiêm chủng. Tính đến cuối Q3/2024 số trung tâm tiêm chủng Long Châu đã đạt 115 trung tâm, dự kiến năm 2025 kỳ vọng tiêm chủng Long Châu sẽ có thêm 100-120 cơ sở tiêm chủng mới.
- **FPT shop bắt đầu có lãi trở lại** sau quá trình cắt giảm cửa hàng kém hiệu quả và chuyển đổi mô hình kinh doanh sang mảng điện máy. FRT dự kiến mở 50 cửa hàng điện máy trong Q4/2024. Biên lợi nhuận của FPT shop đã được cải thiện từ 10% lên trên 13% sau khi chuyển hướng kinh doanh sang điện máy trong bối cảnh ngành hàng điện thoại, máy tính có sự cạnh tranh mạnh mẽ và mang lại biên lợi nhuận thấp. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của FPT shop sẽ giữ được ở mức này trong năm 2025 và cùng với chuỗi Long Châu đóng góp lợi nhuận cho FRT.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Nhu cầu với mảng điện máy yếu và cạnh tranh từ các đối thủ sẽ thu hẹp biên lợi nhuận của FPT shop và khiến chuỗi tiếp tục thua lỗ.
- Áp lực tài chính của công ty là khá lớn khi tỷ lệ D/E ở mức 3,67 lần tại Q3/2024. Vay nợ chiếm 50,5% nguồn vốn, đạt 7.316 tỷ đồng và toàn bộ là nợ vay ngắn hạn. Rủi ro từ việc nợ vay lớn và công ty không trả được nợ vay theo như kế hoạch.

**CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ – HOSE) - MUA  
GIÁ TẠI 29/11/2024: 92.900 – GIÁ MỤC TIÊU: 107.100 đồng(+15,3%)**

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Theo báo cáo kết quả kinh doanh mới nhất của PNJ, doanh thu thuần 11T2024 của PNJ đạt 35.210 tỷ đồng (+19,4% svck). Trong đó, doanh thu trang sức bán lẻ tăng 15,9%, doanh thu trang sức bán sỉ tăng 33,8% và doanh thu vàng 24K tăng 25%. LNST của công ty đạt 1.876 tỷ đồng, tăng 8,3% svck.
- Trong 11T2024 công ty đã mở mới 35 cửa hàng và đóng cửa 11 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng hiện có lên 424 cửa hàng phủ khắp 58/63 tỉnh thành.
- Tình hình tài chính ở mức an toàn. Theo BCTC quý 3/2024, nợ vay của công ty ở mức thấp, đạt 1.470 tỷ đồng, chiếm 9,8% tổng nguồn vốn. Tỷ lệ D/E ở mức 0,14 lần.

**Chúng tôi cho rằng tình hình kinh doanh của PNJ trong năm 2025 sẽ tăng trưởng tốt nhờ vào lợi thế thị phần, năng lực sản xuất và khả năng đổi mới sản phẩm.**

- PNJ sẽ tiếp tục mở mới cửa hàng và gia tăng thêm thị phần trong năm 2025. Mordor Intelligence cho rằng các thiết kế đa văn hóa là một trong những xu hướng mới nhất đang trở nên phổ biến trên thị trường đá quý và trang sức. Chúng tôi cho rằng PNJ đang làm tốt việc đón đầu xu hướng này với các bộ trang sức truyền thống như Giao Duyên, Trầu Cau...
- Chúng tôi kỳ vọng rằng giá vàng sẽ ngừng tăng nóng trong năm 2025 do những thay đổi về kỳ vọng nền kinh tế Mỹ cũng như sự hạ nhiệt của các cuộc xung đột. Nhờ đó tình trạng thiếu hụt nguyên liệu vàng sẽ bớt nghiêm trọng và hàng tồn kho của PNJ sẽ ổn định cả về lượng và giá.
- Biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong năm 2025 khi tỷ trọng doanh thu từ mảng bán lẻ sẽ tăng so với mảng vàng 24K.
- Việc các cơ quan quản lý thanh tra giám sát nguồn gốc vàng nguyên liệu sẽ khiến cho các cửa hàng nhỏ lẻ với nguồn nguyên liệu không có giấy tờ chính thống bị ảnh hưởng, PNJ có thể tận dụng cơ hội để gia tăng thị phần.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Những thay đổi về địa chính trị trên thế giới ảnh hưởng bất lợi đến thị trường vàng (các cuộc chiến không được hạ nhiệt như mong đợi) khiến nguồn vàng nguyên liệu càng trở nên khan hiếm.



# NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN

Bước chuyển mình mạnh mẽ

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



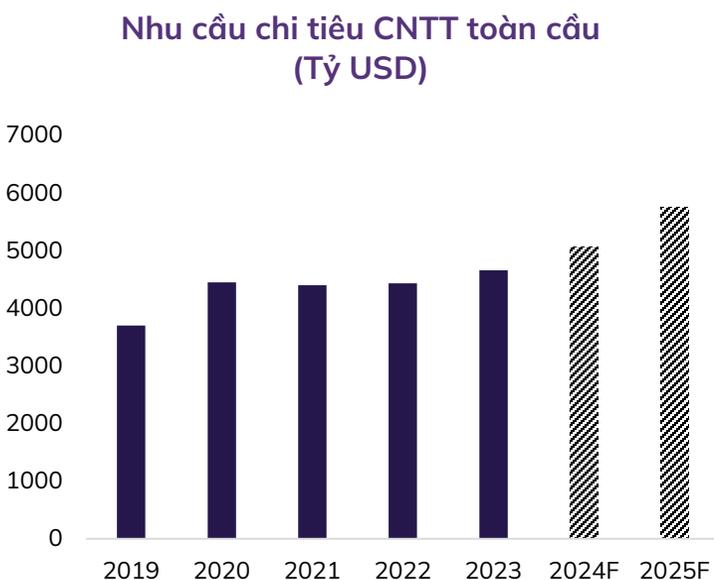
Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



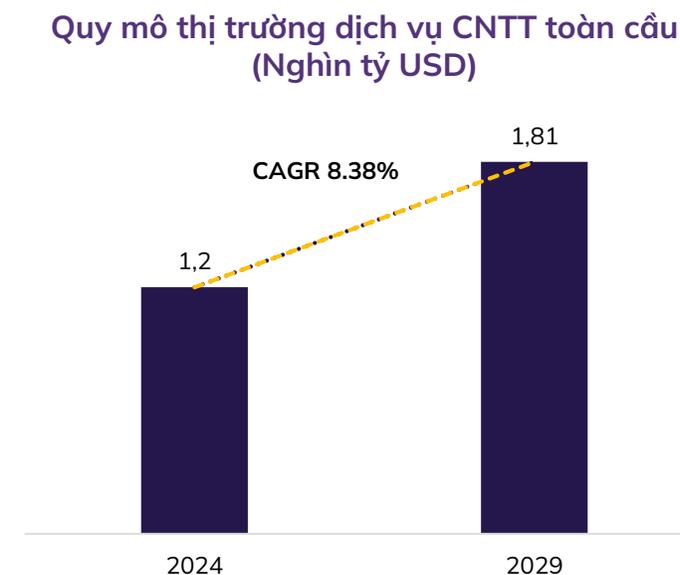
Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



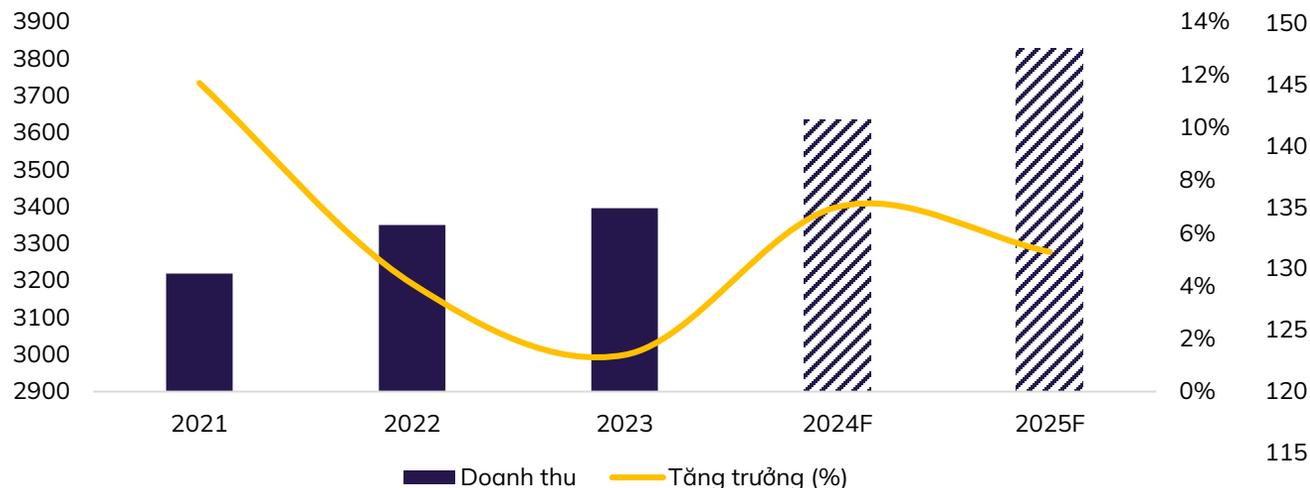
- Ngày 22/12/2024, Tổng Bí thư Tô Lâm đã ký ban hành Nghị quyết số 57-NQ/TW của Bộ Chính trị về đột phá phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia. Chuyển đổi số đang là xu hướng được chính phủ đặc biệt quan tâm trong giai đoạn tới. Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2025, kinh tế số sẽ đóng góp 20% GDP và nâng lên 30% GDP vào năm 2030. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng 2 chữ số thì nhu cầu về công nghệ tiên tiến như **Trí tuệ nhân tạo (AI)**, **Internet vạn vật (IoT)**, **dữ liệu lớn (Bigdata)** và **điện toán đám mây** là rất cần thiết. Việt Nam cũng đặt mục tiêu đến năm 2030 thuộc nhóm 3 nước dẫn đầu Đông Nam Á, nhóm 50 nước đứng đầu thế giới về năng lực cạnh tranh số và chỉ số phát triển Chính phủ điện tử.
- **Nhu cầu chi tiêu CNTT toàn cầu tiếp tục tăng trưởng nhờ chuyển đổi số.** Theo dự báo của Gartner, chi tiêu cho CNTT toàn cầu năm 2025 dự kiến sẽ đạt 5,74 nghìn tỷ USD, tăng 9,3% so với năm 2024, trong đó chi tiêu cho dịch vụ CNTT tăng 9,4% lên 1,73 nghìn tỷ USD. Tỷ lệ tăng trưởng kép (CAGR) cho CNTT toàn cầu giai đoạn 2024 – 2029 là 8,38% trong đó thị trường Châu Á – Thái Bình Dương được dự báo là thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất. Đây cũng là một trong số các thị trường chiến lược của Việt Nam khi các đối tác nước ngoài đều tập trung tại thị trường này. Mức tăng trưởng dự báo nhờ xu hướng phát triển mạnh mẽ từ generative AI (genAI - AI tạo sinh) mặc dù chưa đóng góp nhiều cho chi tiêu CNTT toàn cầu do lo ngại những rủi ro mà AI tạo ra tuy nhiên tiềm năng phát triển trong tương lai dài hạn là đáng kỳ vọng. Với đà tăng trưởng này, Gartner dự báo chi tiêu CNTT sẽ vượt mốc 7 nghìn tỷ USD vào năm 2028.



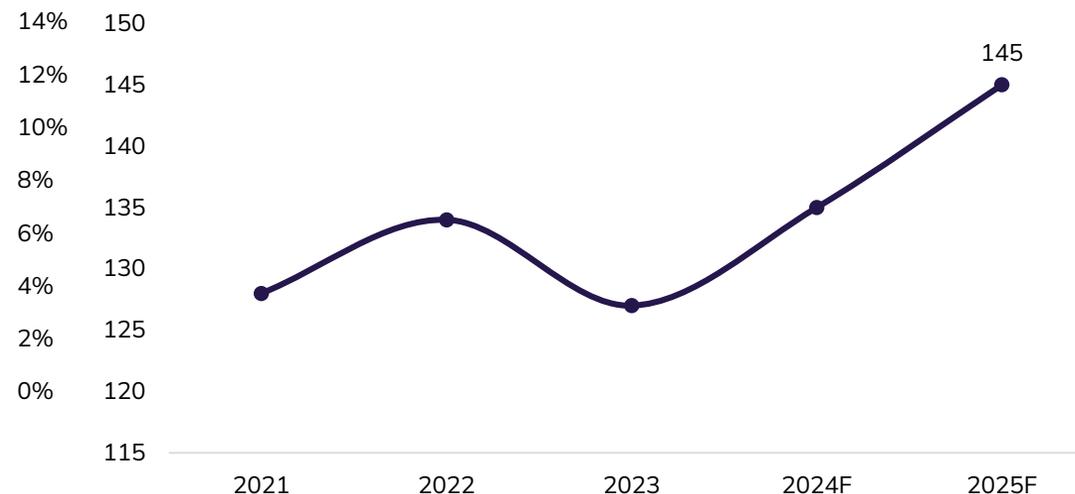
Chi tiêu CNTT toàn cầu	Năm 2024 (Triệu USD)	Tăng trưởng (%)	Năm 2025 (Triệu USD)	Tăng trưởng (%)
Hệ thống TTDL	318.008	34,7	367.171	15,5
Thiết bị	735.764	6,2	805.722	9,5
Phần mềm	1.087.800	11,7	1.239.779	14
Dịch vụ CNTT	1.587.913	5,6	1.737.754	9,4
Dịch vụ truyền thông	1.530.299	2	1.596.890	4,4
<b>Tổng</b>	<b>5.259.784</b>	<b>7,2</b>	<b>5.747.317</b>	<b>9,3</b>



Doanh thu lĩnh vực ICT (Nghìn tỷ đồng)



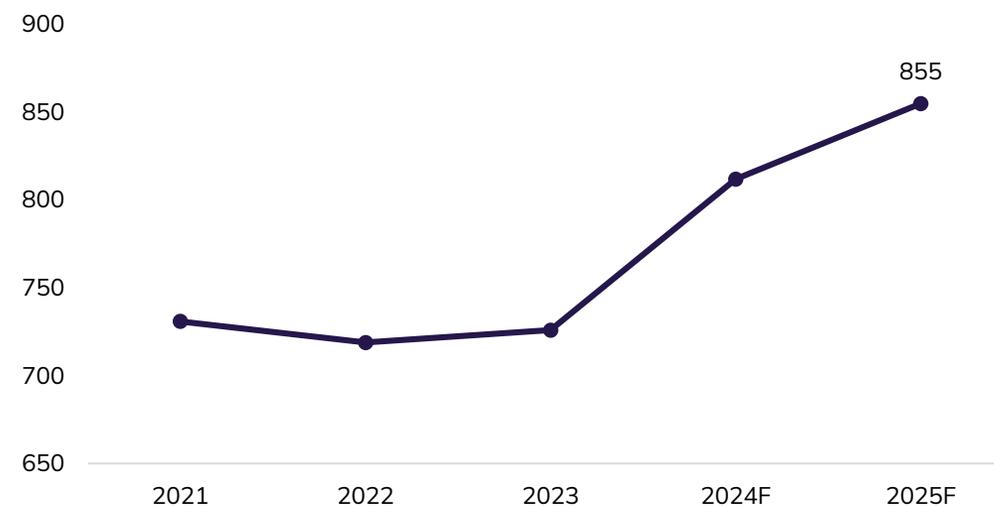
Kim ngạch xuất khẩu phần cứng, điện tử (Tỷ USD)



Nhờ sự thúc đẩy chi tiêu cho ngành CNTT tăng trưởng mà từ đó, các con số trong lĩnh vực ICT ghi nhận tăng đột phá và được dự báo tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025.

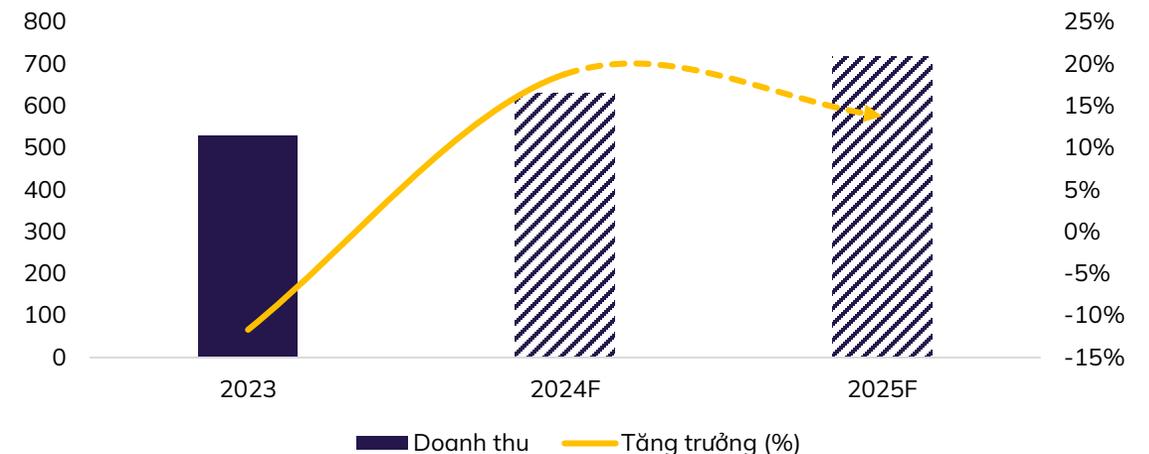
- Dữ liệu từ Bộ TT&TT, doanh thu lĩnh vực công nghiệp ICT ước đạt 3.828 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (+5,2% so với năm 2024), trong đó đóng góp vào GDP của lĩnh vực này dự kiến đạt 855 nghìn tỷ đồng (+5,3% svck).
- Phần cứng, điện tử vẫn chiếm tỷ trọng chính trong bức tranh ICT (khoảng 90%) với kim ngạch xuất khẩu ước đạt 135 tỷ USD, tăng +6,3% so năm 2023 và dự kiến đạt 145 tỷ USD trong năm 2025 (+7,4% svck). Con số tăng nhờ mức nền thấp của năm 2023 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế và cuộc chiến tranh giữa Nga và Ucraina làm đứt gãy chuỗi cung ứng, khiến ngành CNTT bị tác động đáng kể.
- Chúng tôi đánh giá lĩnh vực ICT vẫn là một điểm sáng trong các năm tới khi chính phủ đã có những chính sách quyết liệt để chuyển mình sang xu hướng chuyển đổi số.

Đóng góp vào GDP của lĩnh vực Công nghiệp ICT (Nghìn tỷ đồng)



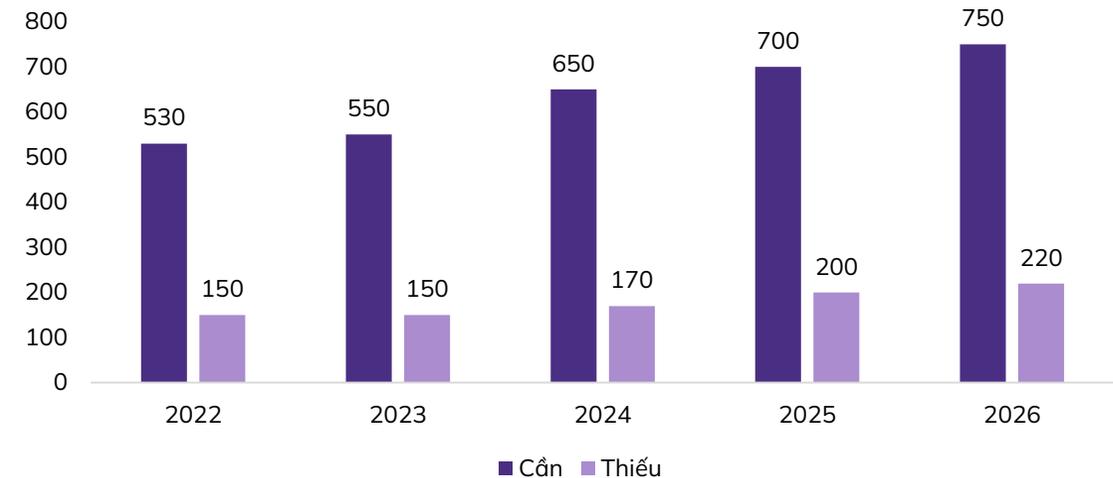
- Ngày 20/11/2024, Quyết định số 1437/QĐ-TTg về Kế hoạch hành động quốc gia về phát triển kinh tế số giai đoạn 2024 – 2025 đã được phê duyệt. Cùng với đó, Dự án Luật Công nghiệp Công nghệ dự kiến được thông qua trong năm 2025 nhằm thúc đẩy ngành công nghiệp bán dẫn – lĩnh vực trọng yếu trong chiến lược phát triển kinh tế số. Theo đánh giá của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Việt Nam đang đứng trước cơ hội vàng để phát triển ngành công nghiệp bán dẫn, nhờ vào:
  - Sự gia nhập mạnh mẽ của các tập đoàn công nghệ hàng đầu thế giới như Samsung, Qualcomm, Infineon, Amkor với hàng loạt dự án đầu tư quy mô lớn, từ việc xây dựng nhà máy đến mở rộng sản xuất, lắp ráp, với tổng giá trị lên tới hàng tỷ USD;
  - Trữ lượng đất hiếm đứng thứ 2 thế giới (Việt Nam chiếm khoảng 19%);
  - Nguồn nhân lực dồi dào và nhiều tiềm năng với dân số trẻ chiếm tỷ lệ cao cùng chi phí nhân công thấp.
- Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, hiện tại Việt Nam đang có 174 dự án FDI trong lĩnh vực bán dẫn với tổng vốn đăng ký gần 11,6 tỷ USD phần lớn nhờ vào các khoản đầu tư từ các quốc gia như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc. Các công ty đa quốc gia như Samsung, Intel, LG và mới đây là NVIDIA không ngừng mở rộng trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) tại Việt Nam. Thị trường bán dẫn tại Việt Nam được Hiệp hội bán dẫn toàn cầu (SEMI) dự báo quy mô sẽ đạt 7,01 tỷ USD vào năm 2028, mục tiêu quy mô doanh thu công nghiệp bán dẫn tại Việt Nam đạt trên 25 tỷ USD/năm (giai đoạn 2024 – 2030) trong đó mạch tích hợp – mảng quan trọng nhất của công nghiệp bán dẫn – sẽ tăng trưởng 2 chữ số
- Đi cùng với sự thúc đẩy ngành công nghiệp bán dẫn, nguồn nhân lực cho ngành cũng đang được chính phủ chú trọng khi xây dựng Đề án phát triển nguồn nhân lực bán dẫn Việt Nam:
  - Đặt mục tiêu đào tạo đến năm 2030 là 50.000 kỹ sư, 1.000 thạc sĩ và 100 tiến sĩ ngành bán dẫn;
  - Ký kết hợp tác với Đại học Arizona, nơi đào tạo lớn nhất của Hoa Kỳ về ngành bán dẫn;
  - Nghiên cứu chính sách miễn giảm học phí, cấp học bổng đối với các chuyên ngành đào tạo liên quan đến bán dẫn và công nghệ số.

**Gartner dự báo doanh thu bán dẫn trên toàn cầu đạt 717 tỷ USD năm 2025**

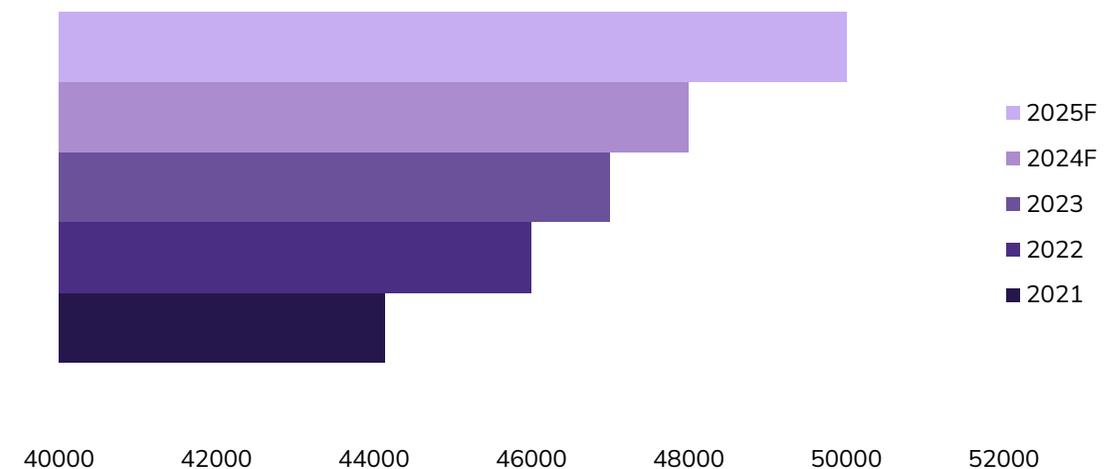


- Sự phát triển nhanh chóng của thị trường công nghệ tiên tiến sẽ khiến ngành CNTT thiếu hụt nhân lực. Theo số liệu từ Bộ TT&TT, số doanh nghiệp công nghệ số đang hoạt động liên tục trên đà tăng trong các năm qua và ước đạt 48.000 doanh nghiệp trong năm 2024, dự kiến con số này sẽ tăng lên mức 50.000 doanh nghiệp trong năm 2025. Với sự phát triển trong các lĩnh vực mới về trí tuệ nhân tạo (AI), bigdata, điện toán đám mây (Cloud) và an ninh mạng, Việt Nam cần bổ sung ít nhất 500 nghìn lao động công nghệ từ nay đến năm 2025. Do đó Chính phủ cũng đã và đang xây dựng Đề án nguồn nhân lực bán dẫn nhằm tìm kiếm, nâng cao năng lực lao động cũng như hỗ trợ cho nhu cầu của ngành.
- Theo nhu cầu lao động của thị trường CNTT trong năm 2025, Việt Nam đang cần 700 nghìn lao động và thiếu 200 nghìn người trong thị trường này. Con số sẽ tiếp tục tăng trong tương lai nếu nhu cầu về CNTT tiếp tục dâng cao. Việc đáp ứng cả về mặt số lượng và chất lượng sẽ giúp Chính phủ thực hiện được chiến lược chuyển đổi số trong thời kỳ đổi mới.
- Ngoài ra, theo báo cáo thị trường IT Việt Nam giai đoạn 2024 – 2025, mức lương trung bình của lập trình viên tại Việt Nam vào năm 2024 ước tính dao động từ 1.100 đến 3.000 USD/tháng. Đặc biệt, các vị trí chuyên sâu như kỹ sư AI và chuyên gia bảo mật thông tin có thể nhận được mức lương vượt xa con số trung bình, nhờ vào sự khan hiếm nhân lực và tầm quan trọng của những vai trò này trong các doanh nghiệp. Điều này đặt ra yêu cầu cấp bách đối với doanh nghiệp trong việc triển khai các chương trình đào tạo nâng cao và đào tạo lại cho nhân viên.

Nhu cầu lao động thị trường CNTT (Nghìn người)

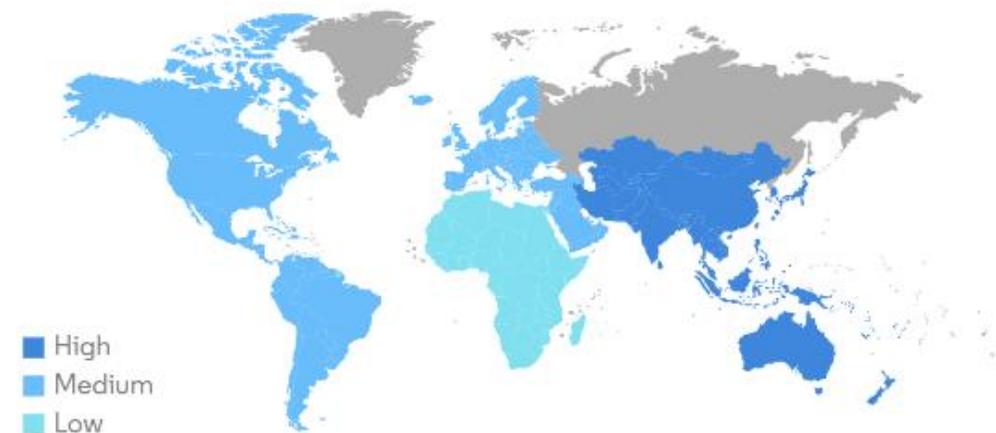


Số lượng doanh nghiệp công nghệ số

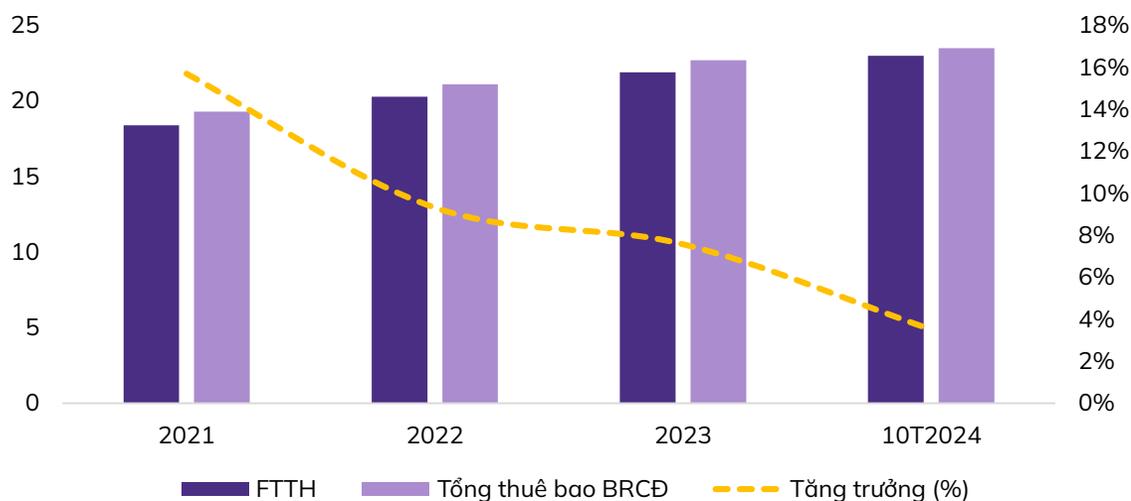


- Phát triển hạ tầng số là một trong ba trụ cột chính của chương trình Chuyển đổi số quốc gia đến năm 2025, định hướng đến năm 2030, trong đó bao gồm hạ tầng viễn thông, trung tâm dữ liệu, điện toán đám mây, Internet vạn vật (IoT), an ninh mạng, nền tảng số (Digital Platforms), hạ tầng phần cứng và mạng lưới kết nối. Tính đến Q1/2024, Việt Nam đã có 33 trung tâm dữ liệu do 48 nhà cung cấp dịch vụ vận hành, tổng công suất ước tính khoảng 80MW, tập trung chủ yếu ở Hà Nội và TP.HCM. Việt Nam được dự báo quy mô trung tâm dữ liệu sẽ đạt 1,27 tỷ USD vào năm 2030 với CAGR đạt 10,8%.
- Theo Mordor Intelligence, Châu Á – Thái Bình Dương là thị trường có tốc độ phát triển nhanh và lớn nhất trên thế giới, trong đó thị trường băng thông rộng cố định và thị trường kết nối 5G sẽ đạt CAGR lần lượt là 11,32% và 56,16% giai đoạn 2023 – 2029.

Long-term Evolution (LTE) Market - Growth Rate by Region



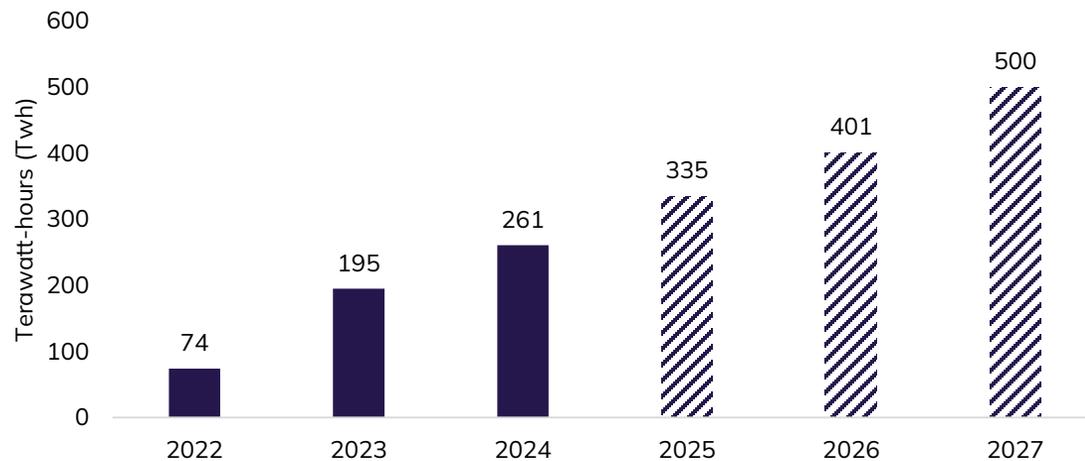
Số lượng thuê bao Internet băng rộng cố định (Triệu thuê bao)



- Số lượng băng rộng cố định trong 2 năm vừa qua chỉ tăng trưởng 1 chữ số so với giai đoạn trước đó (tăng trưởng trên 10%) do tính bão hòa của kênh truyền thống, tuy nhiên chúng tôi vẫn dự báo con số tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 do tỷ lệ hộ gia đình có Internet băng rộng cố định trong 10T2024 đạt 82,3%. Theo đó, Chính phủ đặt mục tiêu hạ tầng viễn thông năm 2025 sẽ có độ phủ mạng băng rộng cố định là 100%.
- Theo Kế hoạch phát triển Hạ tầng viễn thông Việt Nam giai đoạn 2024 – 2025, Bộ TT&TT cũng đã thông qua mục tiêu triển khai mạng 5G trong đó 100% các tỉnh, thành phố đều được phủ sóng vào năm 2030. Hiện nay, 5G đã phủ rộng trên thế giới với 110 quốc gia, 320 nhà mạng, với 55% dân số. Thuê bao 5G toàn cầu có tốc độ tăng trung bình năm 27%. Đông Nam Á được đánh giá là khu vực non trẻ nhưng nhiều tiềm năng với tốc độ tăng trung bình 53%/năm.

- **Rủi ro về an ninh mạng.** An toàn an ninh mạng được đặt lên hàng đầu khi Chính phủ triển khai các dự án nghiên cứu và khai thác công nghệ tiên tiến mới cùng với các quốc gia hàng đầu thế giới như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc,... Với lượng dữ liệu khổng lồ, AI có thể là công cụ mới giúp kẻ tấn công tìm và khai thác các lỗ hổng mạng, phần mềm, đe dọa đến dữ liệu cá nhân người dùng làm tổn hại đến tài sản và uy tín doanh nghiệp. Theo khảo sát của Hiệp hội an ninh mạng quốc gia (NCA), có tới 659 nghìn vụ tấn công mạng trong năm 2024, trong đó 3 hình thức phổ biến gồm tấn công có chủ đích - APT, tấn công gián điệp và tấn công mã hoá dữ liệu.
- **Tăng chi phí bảo mật.** Để thiết lập an ninh mạng, buộc doanh nghiệp phải bỏ ra một khoản chi phí để bảo mật dữ liệu. Theo Gartner, chi tiêu trên toàn thế giới về bảo mật thông tin sẽ đạt 211 tỷ USD, tăng 15,1% trong năm 2025, trong đó chi cho phần mềm chiếm 47,5% tỷ trọng. Điều này là hợp lý do phần mềm chính là nền tảng để phát triển AI, dữ liệu.
- **Mức tiêu thụ điện cho trung tâm dữ liệu và GenAI gia tăng.** Sự phát triển bùng nổ của Trung tâm dữ liệu để triển khai GenAI đang gây thách thức cho công ty điện lực khi công suất cần thiết cho các trung tâm này đạt 261Twh trong năm 2024 và dự báo tăng lên 500Twh vào năm 2027 (+91,5%), theo dự báo của Gartner. Điều này sẽ làm đe dọa đến nguồn năng lượng sẵn có, gây ra tình trạng thiếu hụt điện, làm giảm 40% hiệu suất của TTDL, theo đó giá điện sẽ gia tăng, làm tăng chi phí vận hành của doanh nghiệp.

Mức tiêu thụ điện ước tính của các trung tâm dữ liệu AI giai đoạn 2022 - 2027



Chi tiêu về bảo mật thông tin trên toàn thế giới 2023 – 2025 (Triệu USD)

	2023	Tăng trưởng (%)	2024	Tăng trưởng (%)	2025	Tăng trưởng (%)
<b>Phần mềm</b>	76.574	13,6	87.481	14,2	100.692	15,1
<b>Dịch vụ</b>	65.556	13,6	74.478	13,6	86.073	15,6
<b>An ninh mạng</b>	19.985	6,2	21.912	9,6	24.787	13,1
<b>Tổng</b>	162.115	12,7	183.872	13,4	211.552	15,1

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dựa trên các tiêu chí

- Các doanh nghiệp có lợi thế khi đầu tư và phát triển các mảng liên quan đến AI, chất bán dẫn, trung tâm dữ liệu và đào tạo nhân lực
- Các doanh nghiệp có sức khỏe tài chính khá ổn định, rủi ro về nợ vay ở mức an toàn
- Giá mục tiêu: dựa trên phương pháp P/E và P/B

Chỉ tiêu	FPT			CMG		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	52.618	62.878	75.893	7.505	7.956	8.661
<b>%YoY</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,5%</b>	<b>20,7%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>8,8%</b>
LNG	20.320	24.322	29.523	1.377	1.495	1.636
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>38,6%</b>	<b>38,7%</b>	<b>38,9%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,8%</b>	<b>18,9%</b>
LNST Công ty mẹ	6.465	7.823	9.544	324	320	342
<b>%YoY</b>	<b>21,7%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>7,7%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>7%</b>
EPS (đ/cp)	5.091	5.318	6.488	1.612	1.681	1.798
BVPS (đ/cp)	19.663	22.292	28.780	13.705	15.359	16.189
Nợ/VCSH (lần)	1,01	0,97	0,8	1,07	1,21	1,19
ROA (%)	11,5%	12,08%	12,5%	4,7%	4,1%	4,2%
ROE (%)	28,1%	28,5%	28,7%	12,3%	11,6%	11,7%

### CTCP FPT (FPT – HOSE) – KHẢ QUAN

Giá TẠI 29/11/2024: 144.300 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 155.900 VNĐ/cp (+8,03%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**KQKD 11T2024**, FPT ghi nhận doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 56.404 tỷ đồng (+19,5% svck) và 7.302 tỷ đồng (+21,1% svck). LNTT đạt 10.239 tỷ đồng (+19,8% svck). Như vậy, tập đoàn đã thực hiện 91% kế hoạch doanh thu và 94% kế hoạch LNTT đề ra. Mảng dịch vụ CNTT nước ngoài tiếp tục đem về mức tăng trưởng ấn tượng +28,1% chủ yếu đến từ thị trường Nhật Bản và APAC, tăng lần lượt 30,2% và 39,3%. Triển vọng của FPT trong năm 2025 đến từ các yếu tố sau:

- **Mảng công nghệ thông tin là động lực tăng trưởng chính.** Tỷ trọng lĩnh vực này chiếm khoảng 60% doanh thu thuần, chúng tôi kỳ vọng mảng CNTT tiếp tục tăng trưởng ở mức 2 chữ số (2x%) trong đó chủ yếu nhờ dịch vụ CNTT nước ngoài (chiếm hơn 80% doanh thu công nghệ) gồm hai thị trường chính là Nhật Bản và Châu Á – Thái Bình Dương (APAC), trong đó mức tăng trưởng được thúc đẩy bởi: **(i)** Khối lượng đơn hàng ký mới; **(ii)** Xu hướng AI tạo sinh thúc đẩy chuyển đổi số diễn ra mạnh mẽ tại Nhật Bản và thị trường Châu Á với FPT Smart Cloud; **(iii)** Ngoài ra, việc kết hợp cùng NVIDIA với dự án FPT AI Factory dự kiến sẽ mở ra cơ hội lớn cho doanh nghiệp trong dài hạn; **(iv)** Bên cạnh đó, FPT cũng đã mở rộng thị phần tại EU với văn phòng tại Đức, Thụy Điển, triển khai chiến lược DC5 và đầu tư mạnh mẽ vào AI, Cloud, Chip bán dẫn, Automotive.
- **Mảng Viễn thông chậm lại đà tăng tuy nhiên vẫn đem lại mức tăng trưởng dương khi:** **(i)** thị trường băng thông rộng dần bão hòa; **(ii)** thay vào đó doanh nghiệp tập trung đẩy mạnh các nội dung cung cấp bản quyền (PayTV) và nội dung số cho cộng đồng; **(iii)** Trung tâm dữ liệu (Data center) đi vào hoạt động trong năm 2025 khi nhu cầu về dữ liệu đám mây tăng mạnh.
- **Mảng Giáo dục tăng trưởng 2 chữ số** nhờ đầu tư thêm vào Capex, mở rộng cơ sở đào tạo, giáo dục mới theo nhu cầu phát triển nhân sự trong lĩnh vực như Chip bán dẫn, Automotive, Game Design,...

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Nhu cầu chi tiêu cho CNTT thấp hơn kỳ vọng.
- Rủi ro cạnh tranh thị trường nội địa bên cạnh VNPT và Viettel về viễn thông.
- Rủi ro tỷ giá USD và JPY.

### CTCP TẬP ĐOÀN CÔNG NGHỆ CMC (CMG – HOSE) – KHẢ QUAN

Giá TẠI 29/11/2024: 56.800 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 63.700 VNĐ/cp (+12,3%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BCTC Q2/2024 (niên độ 01/04 – 30/09/2024), CMG ghi nhận doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 2.184 tỷ đồng (+22,3% YoY) và 61 tỷ đồng (-9,6% YoY). Doanh thu tăng trưởng tốt đến từ dự án mới “Không gian sáng tạo CMC tại TP. HCM và tăng trưởng lợi nhuận từ đầu tư vào công ty con và công ty liên kết trong các Khối giải pháp công nghệ và Khối hạ tầng số. Tuy nhiên trong kỳ, CMG chưa tiết giảm được các khoản chi phí (thường chiếm tỷ trọng lớn so với LN gộp) khiến lợi nhuận bị ảnh hưởng. Năm 2025, chúng tôi vẫn ưa thích CMG nhờ các yếu tố sau:

- **Nhu cầu đầu tư công nghệ thông tin trong tương lai tiếp tục ở mức cao.** Xu hướng chuyển đổi số tại Việt Nam sẽ thúc đẩy nhu cầu đầu tư lên các công nghệ tiên tiến, đặc biệt về AI, trung tâm dữ liệu. Hiện tại CMG đã thông qua dự án Trung tâm dữ liệu siêu quy mô (DC Hyperscale) với tổng mức đầu tư là 7.677 tỷ đồng với mục đích xây dựng trung tâm hạ tầng dữ liệu, hệ sinh thái công nghệ Cloud, AI, Big Data,...Dự kiến dự án sẽ được thực hiện trong giai đoạn 2025 - 2029.
- **Tập trung mở rộng hiện diện tại thị trường Nhật Bản – thị trường chiến lược.** Là thị trường có nhu cầu mạnh mẽ về trung tâm dữ liệu và phát triển AI, Nhật Bản được coi là thị trường trụ cột quan trọng của CMG. Hiện doanh nghiệp đang cân nhắc xây dựng/thuê cơ sở trung tâm dữ liệu để phục vụ khách hàng tại đất nước tiềm năng này. Công ty đặt mục tiêu doanh thu tại thị trường Nhật Bản đạt 200 – 250 triệu USD, số lượng nhân viên làm việc tại đây nâng từ mức 100 lên 1.000 người trong giai đoạn 2023 – 2028.
- **Hưởng lợi từ chiến lược chuyển đổi số của Chính phủ.** Việt Nam đang hướng tới phát triển ngành công nghiệp bán dẫn, AI, trung tâm dữ liệu, điện toán đám mây... Chúng tôi nhận định doanh nghiệp có những lợi thế nhất định trong công cuộc phát triển ngành CNTT. Theo đó, CMG là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ công nghệ thông tin - viễn thông lớn thứ 2 tại Việt Nam (sau FPT) có nền tảng đám mây (Cloud) đóng góp 25% vào thị phần nội địa, thuộc top những trung tâm dữ liệu lớn nhất Đông Nam Á với ưu thế cạnh tranh trên thị trường quốc tế về chiến lược giá cả.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Nhu cầu chi tiêu cho CNTT thấp hơn kỳ vọng.
- Công ty chưa tiết giảm được chi phí gây ảnh hưởng đến lợi nhuận đạt được.



# NGÀNH CẢNG BIỂN

Lạc quan thận trọng

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá ABS Web Trading



# SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG DỰ KIẾN CẢI THIỆN

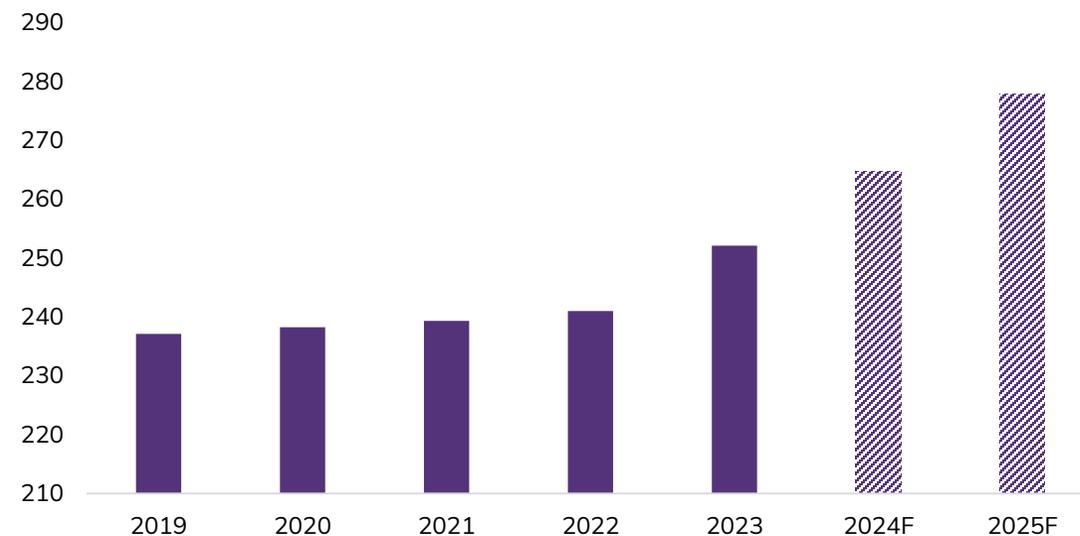
**TRONG NĂM 2025, NGÀNH CẢNG BIỂN DỰ BÁO TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC NHỜ CÁC YẾU TỐ (1) SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG CẢI THIỆN VÀ (2) GIÁ BỐC DỠ HÀNG HÓA DỰ KIẾN ĐI NGANG.**

- Theo Cục hàng hải Việt Nam, trong năm 2024, tổng khối lượng hàng hóa thông cảng biển Việt Nam ước đạt 864,4 triệu tấn, tăng 14% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông cảng biển là do các yếu tố:
  - Tình hình xuất nhập khẩu chung của Việt Nam cải thiện. Theo Tổng cục Hải quan, lũy kế 11T/2024, tổng giá trị xuất khẩu cả nước đạt 715,56 tỷ USD (+15,4% svck), trong đó, trị giá xuất khẩu đạt 369,93 tỷ USD (+14,4% svck) và trị giá nhập khẩu đạt 345,62 tỷ USD (+16,3% svck). Đáng chú ý, sản lượng xuất khẩu đóng góp từ các doanh nghiệp FDI tăng trưởng đáng kể. Số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan cũng cho thấy, tính đến hết ngày 15/12/2024, tổng trị giá xuất khẩu hàng hóa của nhóm các doanh nghiệp FDI đạt 275,09 tỷ USD, tăng 12% so với cùng kỳ, chiếm 71% tổng trị giá xuất khẩu của cả nước.
  - Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng, chủ yếu là mặt hàng máy tính, linh kiện điện tử. Đây là một hàng chủ lực đóng góp tăng trưởng sản lượng ở cả chiều xuất khẩu và nhập khẩu. Xuất khẩu mặt hàng này trong 11 tháng đạt 65,23 tỷ USD (+26,3% svck), nhập khẩu đạt 97,73 tỷ USD (+22,4% svck). Thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và thị trường nhập khẩu chính là Trung Quốc.
- Bộ Công thương dự báo trong năm 2025, tình hình xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng đạt 12%, hỗ trợ sản lượng thông cảng tăng trưởng. Theo tầm nhìn Bộ Giao thông Vận tải, đến năm 2030 dự báo hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam sẽ tăng đáng kể so với Quyết định 1579/QĐ-TTg, với hàng container đạt 46,3 triệu TEU (tập trung ở nhóm cảng biển số 1 và 4) và hàng khô đạt 423,5 triệu tấn (chủ yếu từ alumin, gang thép, và than).

**Sản lượng hàng hóa thông qua tại các cảng biển Việt Nam (tỷ tấn)**



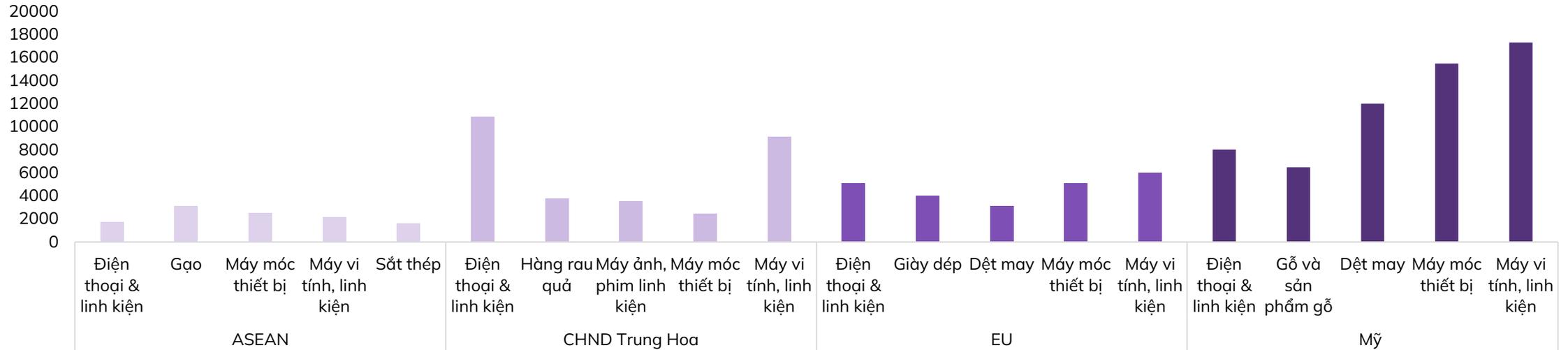
**Sản lượng container thông cảng theo năm (triệu tấn)**



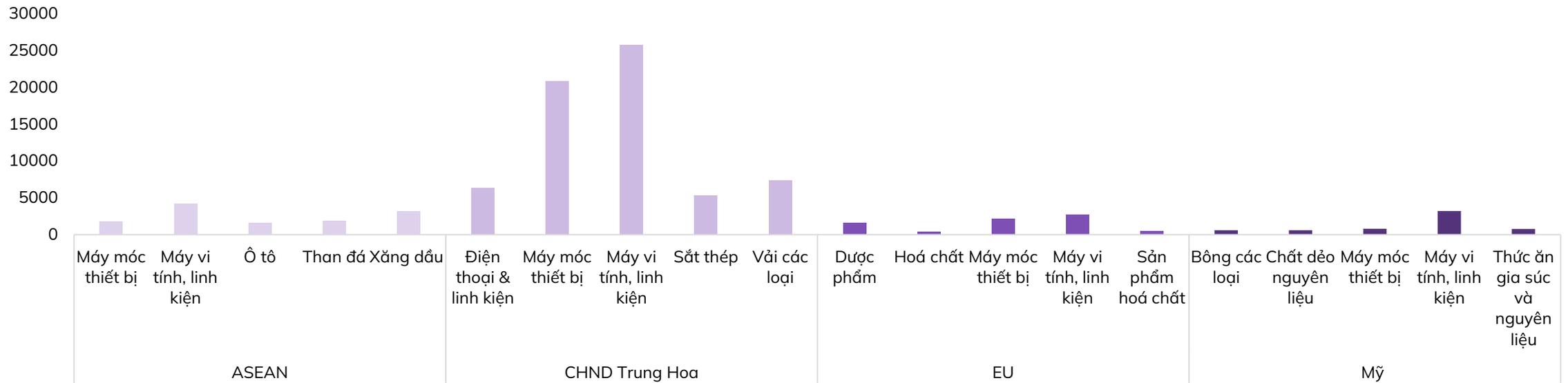
Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, Bộ giao thông Vận tải, ABS Research

# SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG DỰ KIẾN CẢI THIỆN (TIẾP)

Top 5 mặt hàng xuất khẩu theo khu vực 9T/2024 (triệu USD)



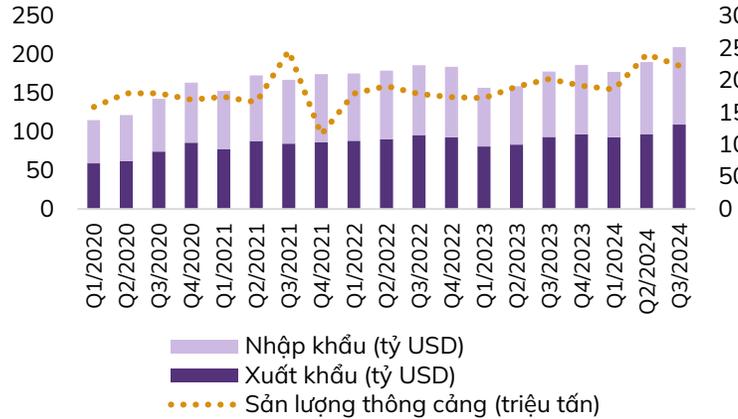
Top 5 mặt hàng nhập khẩu theo khu vực 9T/2024 (triệu USD)



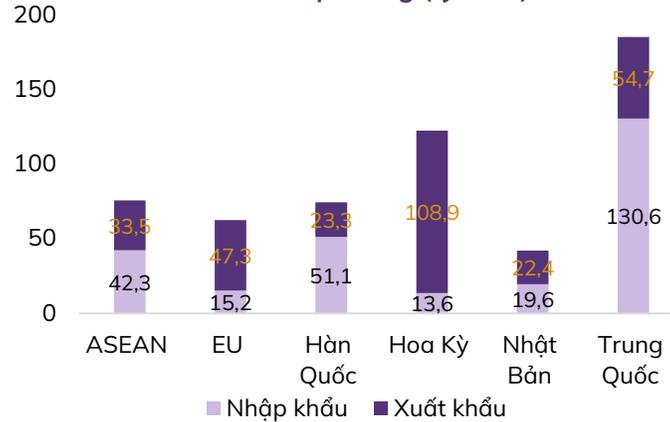
# SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG DỰ KIẾN CẢI THIỆN (TIẾP)

## HOẠT ĐỘNG CỦA NGÀNH CẢNG BIỂN CÁC THÁNG ĐẦU NĂM 2024

Sản lượng hàng hóa thông cảng và kim ngạch xuất nhập khẩu theo quý



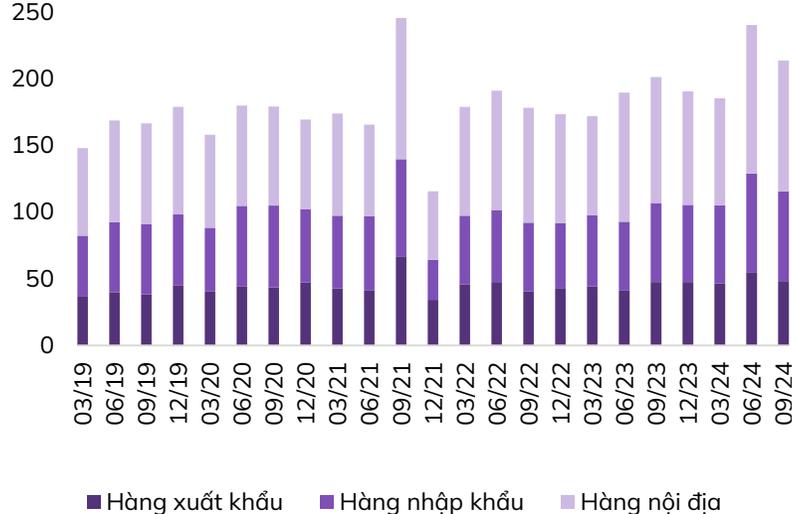
Cơ cấu kim ngạch xuất nhập khẩu 11T/2024 theo thị trường (tỷ USD)



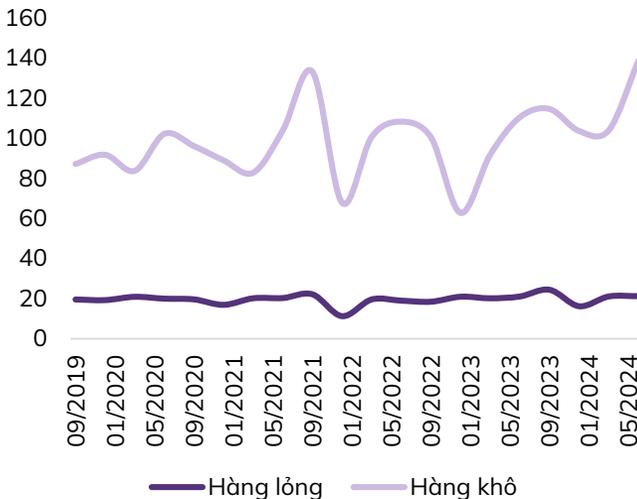
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài 11T/2024 (tỷ USD)



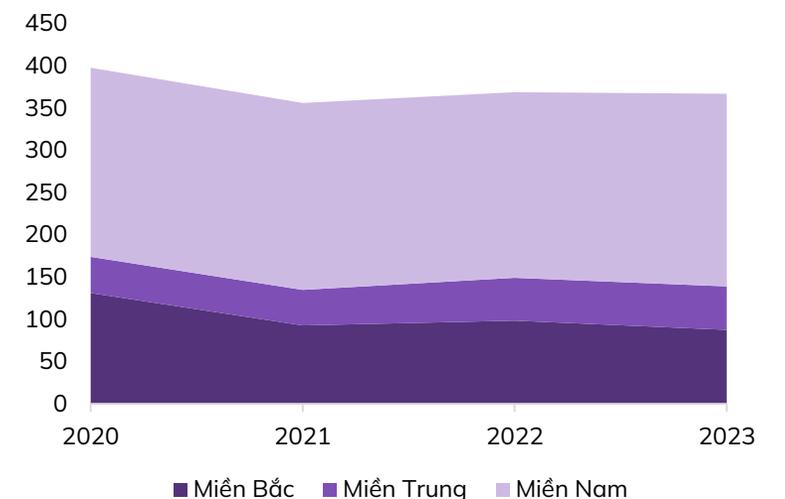
Cơ cấu sản lượng thông cảng biển Việt Nam theo quý (triệu tấn)



Sản lượng hàng lỏng và hàng khô thông cảng (triệu tấn)



Sản lượng hàng hóa thông cảng theo khu vực (triệu tấn)



# ➤ SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG DỰ KIẾN CẢI THIỆN (TIẾP)

## NGUỒN VỐN FDI TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2025 LÀ ĐỘNG LỰC THúc ĐẨY PHÁT TRIỂN NGÀNH CẢNG BIỂN

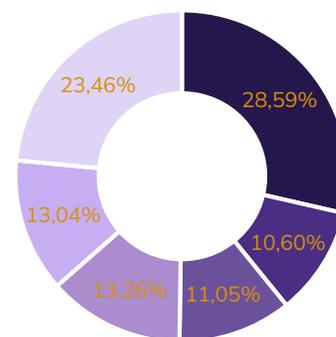
➤ Lũy kế 11 tháng, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt gần 31,4 tỷ USD, tăng 1% so với cùng kỳ năm 2023. Nhiều tập đoàn công nghệ hàng đầu như Qualcomm, Google, Meta, LAM Research, Qorvo, AIChip, v.v đã có kế hoạch cụ thể chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam. Theo đó, Việt Nam hiện có 174 dự án FDI trong lĩnh vực bán dẫn với tổng vốn đăng ký gần 11,6 tỷ USD.

➤ Theo chủ tịch JCI Việt Nam, giải ngân vốn FDI vào Việt Nam trong 2025 có thể đạt kỷ lục mức trên 30 tỷ USD, nhờ hấp lực từ các ngành công nghiệp trọng điểm như bán dẫn, trí tuệ nhân tạo, chuyển đổi số, logistics, dược phẩm. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng FDI bao gồm:

- Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng khi các công ty áp dụng chiến lược “Trung Quốc +1”;
- Việt Nam tham gia các hiệp định thương mại quan trọng bao gồm CPTPP và EVFTA giúp tiếp cận các thị trường lớn và
- Các yếu tố vĩ mô hỗ trợ như ổn định chính trị, tăng trưởng kinh tế.

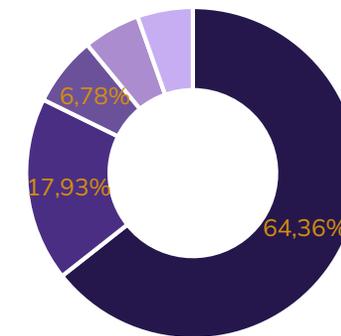
Tuy nhiên, theo Oxford Economics, dòng vốn FDI có thể chậm lại trong các tháng đầu năm do các nhà đầu tư chờ đợi các thông báo thuế quan đối từ chính quyền Trump đối với Việt Nam.

Cơ cấu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài theo đối tác 11T/2024



- Singapore
- Nhật Bản
- Hàn Quốc
- Hongkong
- Trung Quốc
- Các đối tác khác

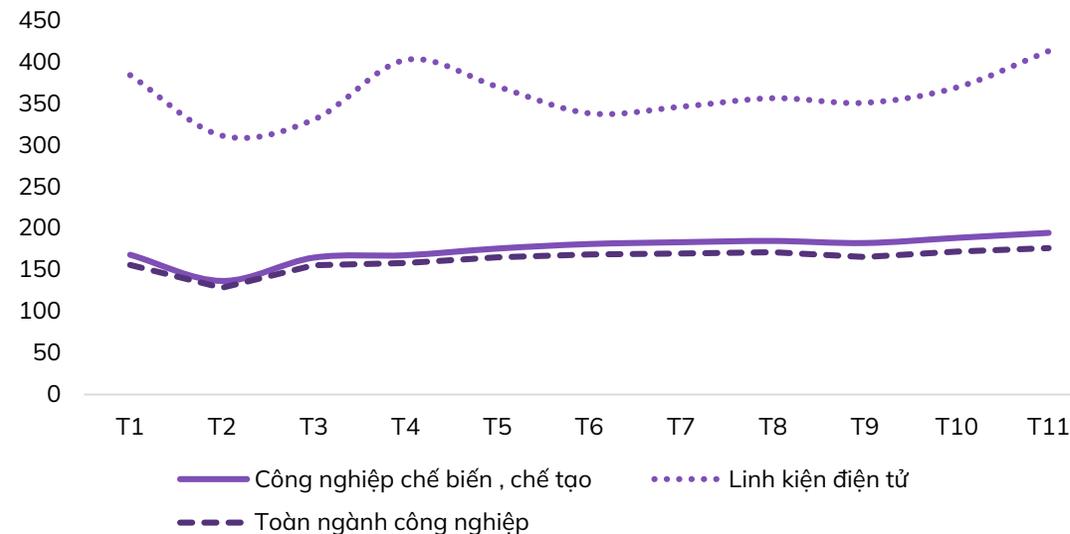
Cơ cấu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài theo ngành 11T/2024



- Công nghiệp chế biến, chế tạo
- Hoạt động kinh doanh bất động sản
- Bán buôn, bán lẻ
- Sản xuất, phân phối điện

Nguồn: Fiinpro, ABS Research

Chỉ số sản xuất công nghiệp Việt Nam 11T/2024



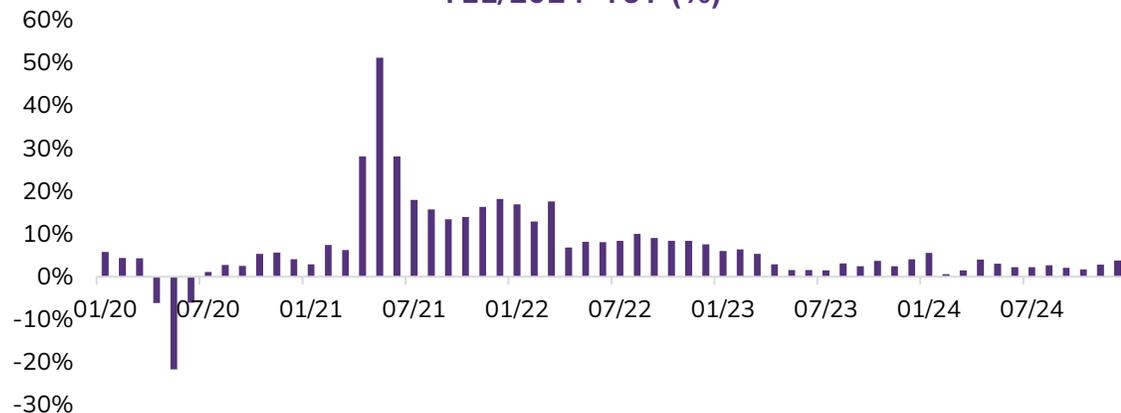
Nguồn: GSO, ABS Research

# ▶ SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG DỰ KIẾN CẢI THIỆN (TIẾP)

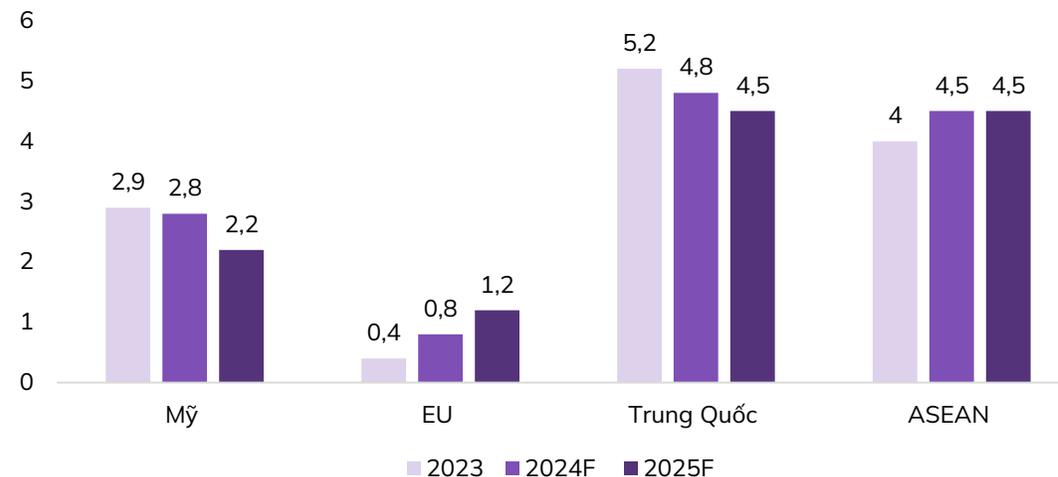
## SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG TĂNG TRƯỞNG NHỜ PHỤC HỒI TIÊU DÙNG TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÍNH

- ▶ Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển VN có thể gia tăng nhờ sự phục hồi kinh tế từ các thị trường chính như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc
- ▶ Theo dự báo từ IMF, tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ dự kiến sẽ đạt mức 2,8% vào năm 2024 và giảm xuống mức 2,2% năm 2025.
  - Doanh số bán lẻ trên thực tế của Mỹ vẫn đang tăng trưởng tương đối tốt đạt 0,7% MoM và 3,8% YoY vào tháng 11/2024, theo công bố ngày 17/12 từ Cơ quan Thống kê của Bộ Thương mại. Phục hồi tiêu dùng chủ yếu xuất phát từ mức tăng của tiền lương thực tế và giá trị tài sản.
  - Tuy nhiên, tiêu dùng tại Mỹ vẫn còn một số điểm hạn chế khi dấu hiệu giảm tiêu dùng diễn ra tại các hộ gia đình thu nhập thấp. Tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng dự báo sẽ đạt mức 2,7% trong năm 2024 và giảm xuống 2,2% trong năm 2025 khi sự tăng trưởng việc làm chậm lại ảnh hưởng đến xu hướng thu nhập, và giá cả cùng lãi suất vẫn duy trì ở mức cao, theo EY.

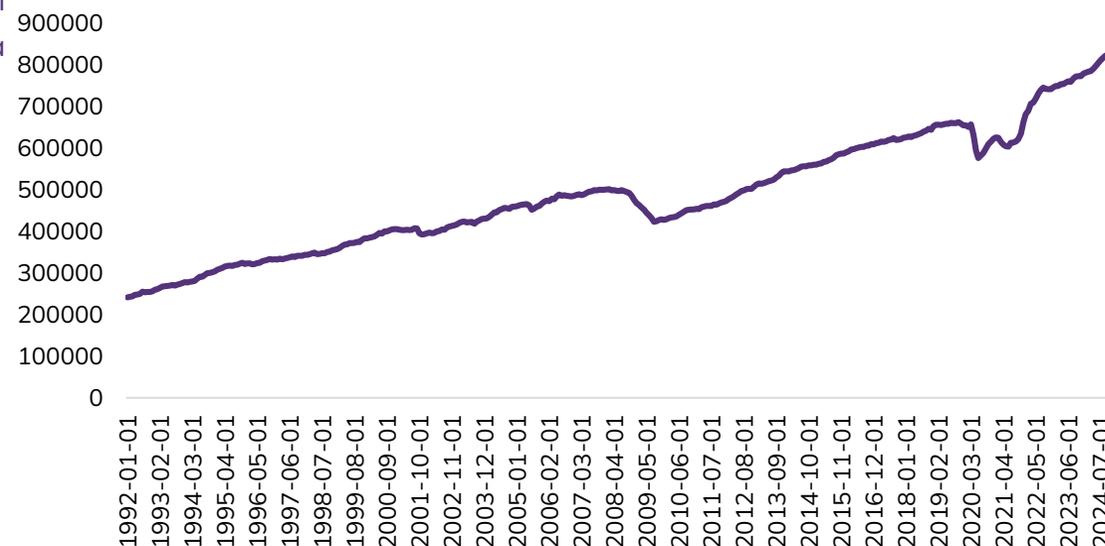
Tăng trưởng doanh số bán lẻ YoY tại thị trường Mỹ tính đến T11/2024 YoY (%)



Dự báo tăng trưởng GDP tại các thị trường chính (%)



Tồn kho bán lẻ Mỹ (triệu USD)

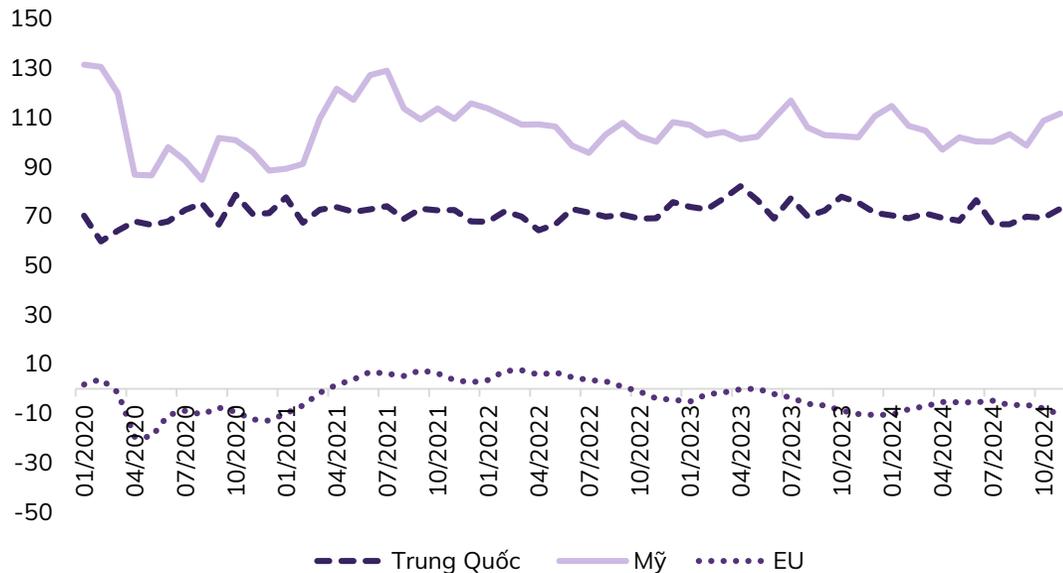


# ▶ SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG DỰ KIẾN CẢI THIỆN (TIẾP)

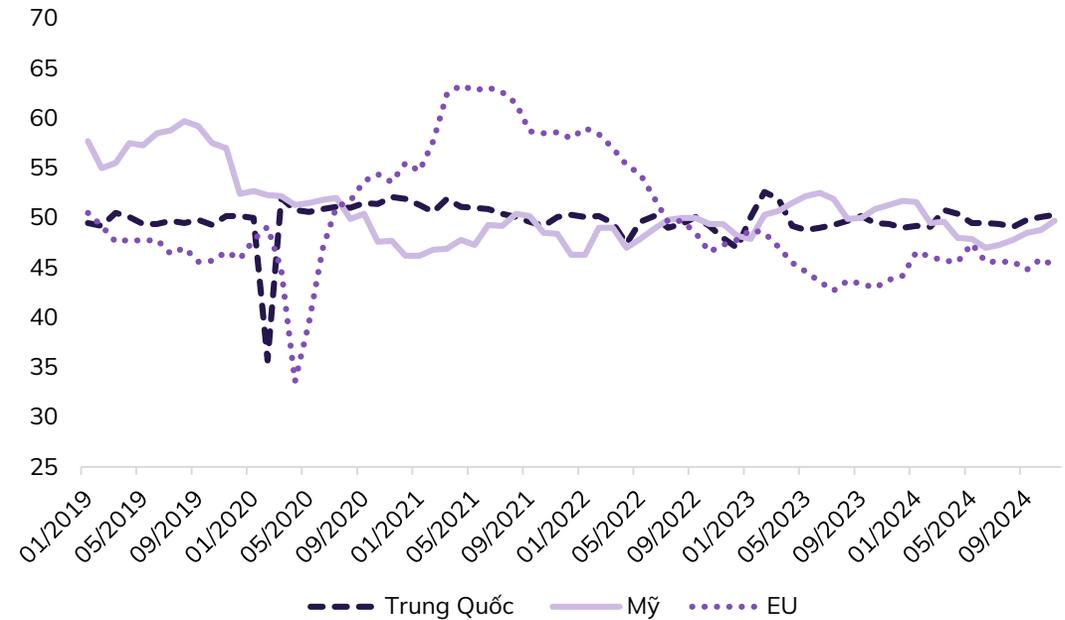
## SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG TĂNG TRƯỞNG NHỜ PHỤC HỒI TIÊU DÙNG TẠI CÁC THỊ TRƯỜNG CHÍNH (tiếp)

- Đối với các nước châu Âu, tăng trưởng của nền kinh tế dự kiến sẽ tăng lên mức 1,2% theo IMF. Tuy gặp phải thách thức từ bất ổn chính trị, rủi ro thuế quan và các thách thức trong ngành sản xuất, EU vẫn có thể duy trì tăng trưởng ổn định nhờ vào sự phục hồi bền bỉ trong tiêu dùng hộ gia đình, được hỗ trợ bởi tăng trưởng thu nhập thực tế và tỷ lệ tiết kiệm cao theo Goldman Sachs.
- Đối với thị trường Trung Quốc: World Bank tăng dự báo tăng trưởng kinh tế Trung Quốc lên 4,8% trong năm 2025. Theo Cục Thống kê Trung Quốc, trong tháng 11, Tăng trưởng doanh số bán lẻ của Trung Quốc tăng đạt 3% svck, tuy nhiên giảm 1,8 điểm phần trăm so với tháng trước. Đầu tháng 12/2024, Trung Quốc đã tuyên bố áp dụng một chính sách tiền tệ "nới lỏng hợp lý" lần đầu tiên trong 14 năm, kết hợp với chính sách tài khóa chủ động nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm tới, trong đó tập trung vào việc thúc đẩy nhu cầu trong nước và tiêu dùng. Chúng tôi cho rằng các chính sách này sẽ có ảnh hưởng tích cực đến nền kinh tế nói chung và tiêu dùng nói riêng nhờ việc giảm lãi suất vay và tăng cung tiền, giúp giảm chi phí vay mượn, thúc đẩy chi tiêu cá nhân và tạo niềm tin vào nền kinh tế.
- Đối với các nước ASEAN, triển vọng tăng trưởng trong năm 2025 là 4,5% - 4,7% nhờ hồi phục du lịch và kỳ vọng vào thị trường bán dẫn.

### Chỉ số niềm tin tiêu dùng đến T11/2024

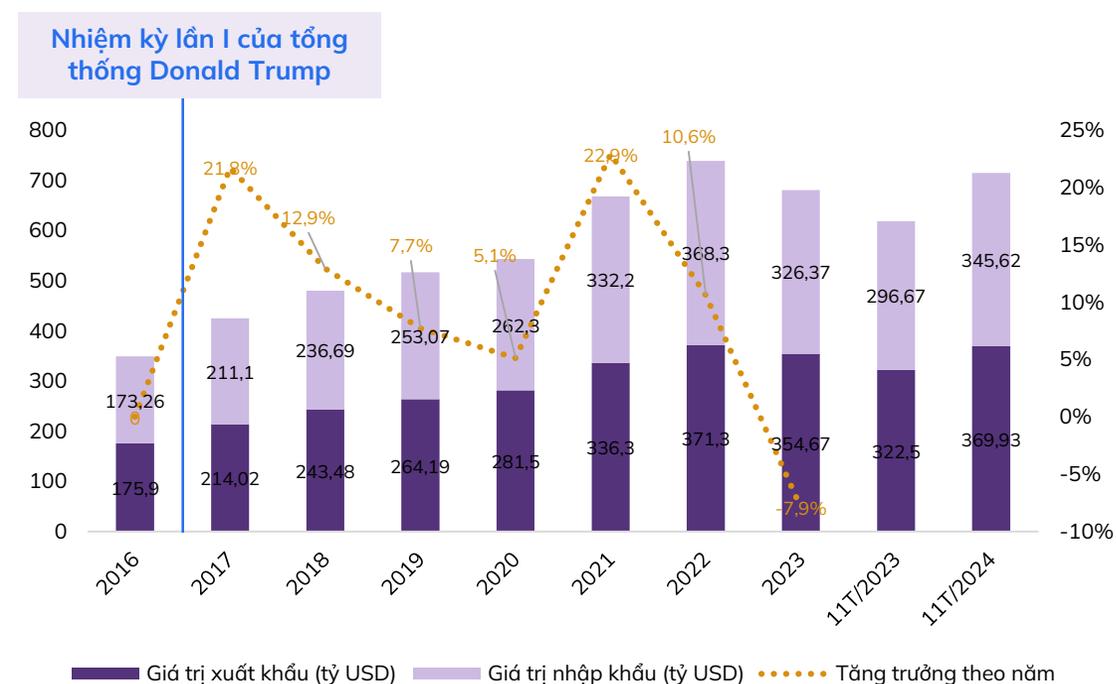


### Chỉ số quản lý thu mua PMI đến T11/2024



- Các doanh nghiệp ngành Cảng biển có thể hưởng lợi từ chính sách thuế quan của tổng thống Donald Trump nhờ xu hướng tích trữ hàng tồn kho trước khi chính sách thuế được áp dụng.
- Trong nhiệm kỳ lần I, tổng thống Trump đã áp mức thuế bổ sung 10-20% cho hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc từ năm 2018. Dữ liệu lịch sử cho thấy, kim ngạch xuất nhập khẩu tại Việt Nam đã tăng trưởng mạnh trong năm đầu tiên 2017 đạt 21,6% và giảm dần vào các năm sau đó.
- Trong nhiệm kỳ mới, Trump đề xuất mức thuế quan rất cao 60-100% cho hàng hóa Trung Quốc và mức thuế 10-20% cho mọi mặt hàng nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng các công ty ngành cảng sẽ được hưởng lợi nhờ xu hướng tích trữ hàng tồn kho trước những lo ngại về rủi ro thuế quan tương tự như năm 2017.
- Tuy nhiên, chính sách thuế quan này cũng tiềm tàng các rủi ro, ảnh hưởng đến sản lượng hàng hóa thông cảng. Cụ thể, việc áp thuế linh kiện chip của Trung Quốc, dù được lắp ráp ở đâu, có thể khiến các hàng hóa từ Việt Nam, nơi các nhà máy sản xuất và lắp ráp linh kiện điện tử lớn của Trung Quốc đặt cơ sở, phải chịu mức thuế cao hơn, giảm khả năng cạnh tranh và sản lượng. Trong dài hạn, cuộc chiến thuế quan là cuộc chiến “không có bên nào chiến thắng”. Việc áp thuế quan ngược lại có thể trở thành con dao hai lưỡi đối với nền kinh tế Mỹ khi làm tăng chi phí nhập khẩu đầu vào, giảm nhu cầu từ bên ngoài. Trong khi đó, các nền kinh tế khác cũng có rất nhiều khả năng có các chính sách chống trả đối với việc áp thuế quan.
- Ngoài ra, các chính sách ông Trump đề ra khả năng cao chủ yếu phục vụ mục tiêu để tối đa hóa đòn bẩy đàm phán và đồng thời hạn chế khả năng lạm phát nóng trở lại. Do đó, các tác động của chính sách thuế quan sẽ cần được theo dõi và phụ thuộc vào mức thuế được áp dụng trên thực tế cũng như phản ứng từ các nước trong việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng để phù hợp với tình hình.

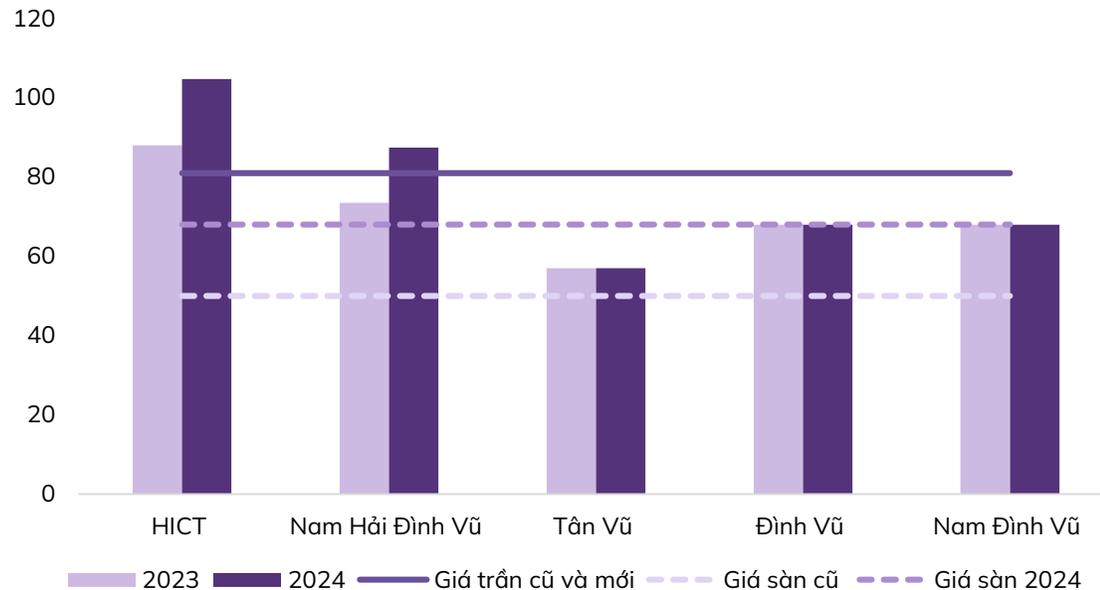
### Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam



## GIÁ DỊCH VỤ BỐC DỠ CẢNG DỰ KIẾN SẼ ĐI NGANG

- Trong năm 2024, giá dịch vụ tại các cảng quy định theo khung giá trần, sàn theo thông tư 39/2023/TT-BGTVT đã tăng từ 8-10% so với năm 2023. Do vậy, dự kiến trong năm 2025, giá dịch vụ nói chung không còn nhiều dư địa tăng trưởng và sẽ bị ảnh hưởng theo vị thế cạnh tranh của từng cảng.
- Tại khu vực cảng Hải Phòng, giá dịch vụ bốc dỡ container có sự chênh lệch đáng kể nhưng phần lớn vẫn nằm gần mức giá sàn. Các cảng ở hạ lưu sông Cấm, như Nam Hải Đình Vũ, Vip Green, và Nam Đình Vũ, với lợi thế vị trí thuận lợi và khả năng đón tàu lớn, thường áp dụng mức giá cao hơn rõ rệt so với các cảng ở thượng nguồn. Các cảng thượng nguồn, bị giới hạn bởi cầu Bạch Đằng và chỉ tiếp nhận được tàu nhỏ, có xu hướng áp dụng mức giá thấp hơn. Trong năm 2025, do cạnh tranh ở khu vực này tăng cao do sự đóng góp thêm công suất tại các dự án Lạch Huyện, dự kiến giá cước sẽ tiếp tục giữ ở mức thấp gần với mức giá sàn.
- Tại khu vực cảng Cái Mép - Thị Vải, mặc dù cạnh tranh thấp hơn nhưng do nhu cầu vận chuyển hàng hóa cao, giá cước các công ty đều gần sát với giá trần và ít có sự chênh lệch. Dự kiến với nhu cầu vận chuyển tiếp tục tăng, giá cước dự kiến sẽ giữ mức này trong thời gian tới.

Giá cước quốc tế khu vực Hải Phòng (USD/container hàng 40ft)



Giá cước quốc tế các cảng thuộc khu vực Cái Mép - Thị Vải (USD/container hàng 40ft)



# ÁP LỰC CẠNH TRANH GIA TĂNG

TRONG NĂM 2025, CẠNH TRANH GIỮA CÁC DOANH NGHIỆP CẢNG BIỂN SẼ GIA TĂNG, ĐẶC BIỆT Ở KHU VỰC LẠCH HUYỆN DO DỰ THỪA CÔNG SUẤT

- **Cạnh tranh gay gắt sẽ diễn ra ở khu vực cảng Hải Phòng do gia tăng công suất thiết kế.** Tại khu vực này, tổng cộng sẽ có 3 dự án mở rộng công suất trong năm 2025. Cụ thể, tại khu bến cảng nước sâu Lạch Huyện, bốn bến cảng mới đi vào hoạt động dự kiến nâng công suất thiết kế khu bến này lên gấp 3 lần. Trong khi đó, Nam Đình Vũ 3 của GMD đi vào hoạt động trong cuối năm 2025 cũng sẽ tăng công suất lên 650.000 TEU/năm. Gia tăng công suất thiết kế trong khi nguồn cung hàng hóa chưa có biến chuyển tích cực trong năm 2025 dẫn đến tình trạng dư thừa công suất.
- **Các cảng nước sâu hưởng lợi nhờ xu hướng gia tăng cỡ tàu.** Theo BIMCO, các hãng tàu container có xu hướng đặt hàng tàu cỡ trung đến lớn (12k-17k TEU) chiếm 50% tỷ lệ đặt hàng năm 2024 và dự kiến đạt 60% trong năm 2025 do (1) tăng trưởng nhu cầu vận chuyển và (2) giúp các hãng tàu tối ưu chi phí. Vì vậy, các bến container Lạch Huyện đi vào hoạt động sẽ gây áp lực lớn lên các cảng phía trong hạ nguồn khi các hãng tàu tăng kích cỡ để vào cảng nước sâu.

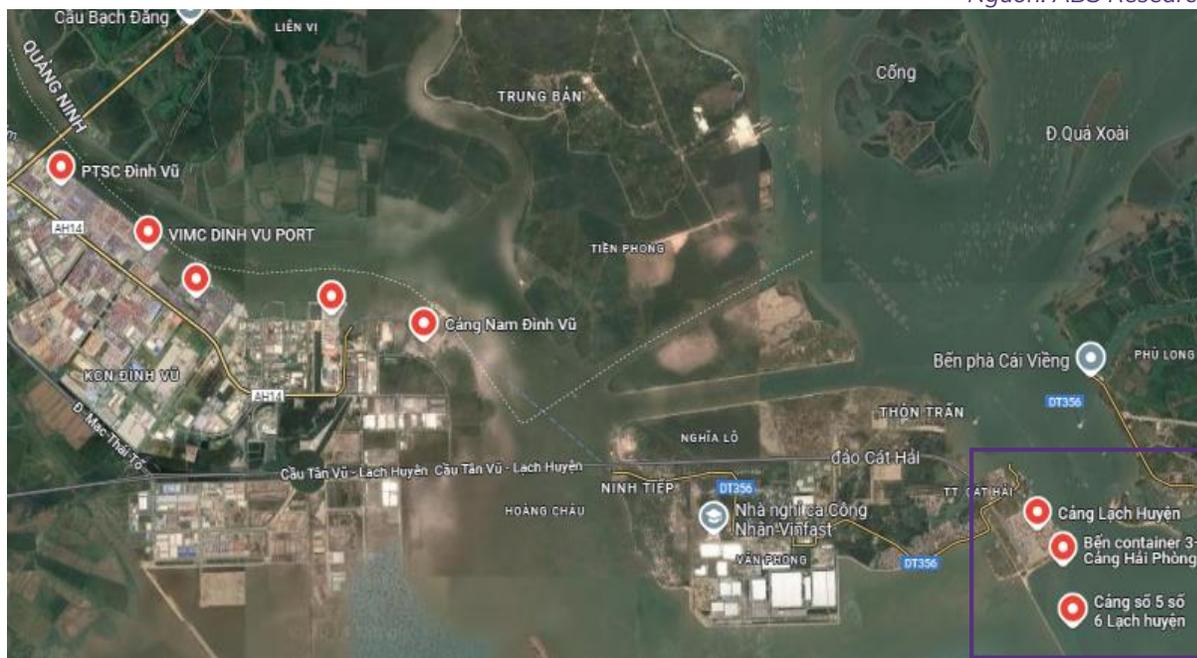
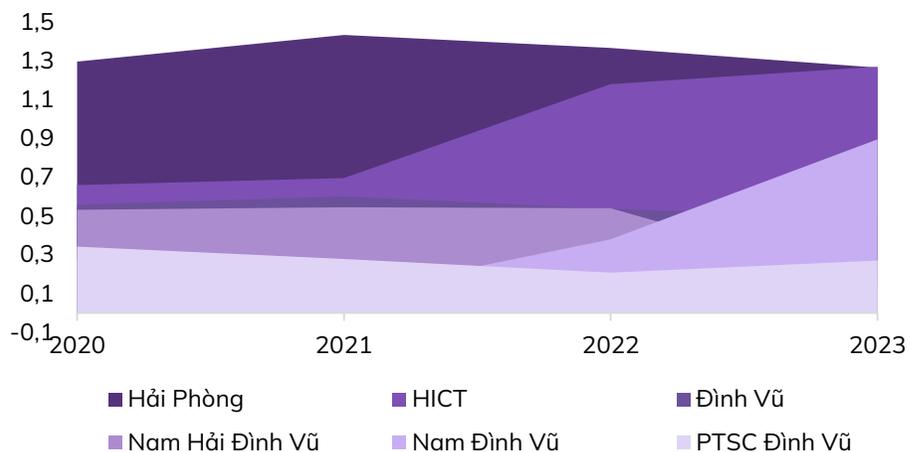
Các dự án đầu tư mở rộng cảng tại Hải Phòng

Tên dự án	Công ty	Dự kiến khai thác	Công suất (TEU/năm)	Cỡ tàu tiếp nhận (DWT)
Lạch Huyện 3,4	PHP	Q1/2025	1,1 triệu	100.000
Lạch Huyện 5,6	Hateco	Q1/2025	1,8 triệu	100.000 – 160.000
Nam Đình Vũ 3	GMD	Q4/2025	650.000	48000
Lạch Huyện 7,8	Tân Cảng Sài Gòn	Q2/2026	1,5 triệu	N/A

Nguồn: ABS Research

Sản lượng container tại khu vực Hải Phòng (triệu TEU)

Nguồn: Cục Hải quan, ABS Research

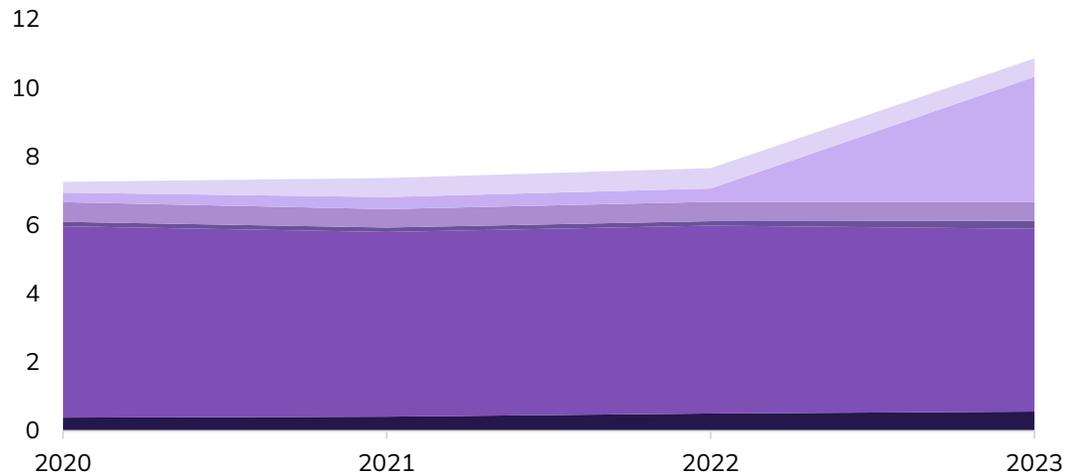


Khu vực cảng nước sâu quốc tế

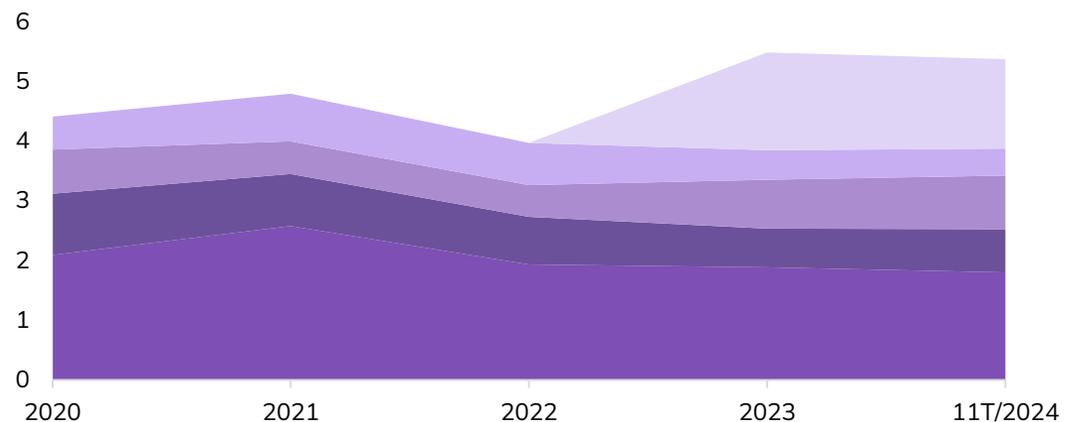
## ÁP LỰC CẠNH TRANH GIA TĂNG

- ❖ Khu vực cảng miền Nam có áp lực cạnh tranh thấp hơn và là động lực tăng trưởng trong năm 2025
- **Cụm Cảng Cái Mép-Thị Vải:** Trong năm 2025, với được định hướng phát triển thành một trung tâm chuyển tải quốc tế, các cảng tại cụm cảng này sẽ được hưởng lợi nhờ vào lợi thế là cảng nước sâu tự nhiên giúp thu hút tàu lớn và vị trí chiến lược gần các tuyến đường hàng hải quốc tế. Tại đây, áp lực nguồn cung sẽ không quá cao vì chỉ có dự án Gemalink 2A của GMD dự kiến đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2027. Trong khi đó, dự án cảng Cần Giờ, lớn nhất khu vực, hiện vẫn đang trong giai đoạn thẩm định và dự kiến hoàn thành trước năm 2030.
- **Cụm Cảng Hồ Chí Minh – Cát Lái:** Với kỳ vọng kinh tế phục hồi tại thị trường châu Âu và châu Mỹ cùng với các hoạt động FDI sôi nổi, chúng tôi cho rằng sản lượng container qua cảng tại khu vực TP Hồ Chí Minh sẽ có xu hướng tăng trưởng nhờ tiếp nhận nguồn hàng từ các khu công nghiệp lớn tại Bình Dương, Đồng Nai, Long An. Trong đó, Cảng Tân Cảng Cát Lái tiếp tục chiếm giữ vai trò chủ đạo tại cụm cảng này (hiện tại trong năm 2024 sản lượng container thông cảng chiếm gần 75% thị phần khu vực).

Sản lượng container khu vực TPHCM (triệu TEU)



Sản lượng container khu vực Thị Vải - Cái Mép (triệu TEU)



■ Đồng Nai ■ Tân Cảng Cát Lái ■ Sài Gòn ■ VICT ■ Bến Nghé ■ ICT Phú Hữu

■ TCIT + TCCT ■ CMIT ■ TCTT ■ SSIT ■ Gemalink

## ☛ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - GMD, VSC

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu trên các tiêu chí

- Doanh nghiệp có công suất và thị phần lớn, vị trí địa lý thuận lợi và hệ sinh thái logistics hoàn thiện.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp so sánh P/E, P/B.

Chỉ tiêu	GMD			VSC		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3.846	4.650	4.914	2.181	2.733	2.965
<b>%YoY</b>	<b>-1,3%</b>	<b>20,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>25,3%</b>	<b>8,5%</b>
LNG	1.778	2.146	2.258	654	865	949
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>46,2%</b>	<b>46,5%</b>	<b>47,2%</b>	<b>30,0%</b>	<b>31,6%</b>	<b>32%</b>
LNST Công ty mẹ	2.251	1.594	1.699	199	232	254
<b>%YoY</b>	<b>126%</b>	<b>-29,1%</b>	<b>6,6%</b>	<b>-49%</b>	<b>16,6%</b>	<b>9,5%</b>
EPS (đ/cp)	6.622	3.467	3.695	1.492	809	886
BVPS (đ/cp)	28.050	29.354	31.047	21.600	16.947	17.923
Nợ/VCSH (lần)	0,20	0,14	0,13	0,48	0,47	0,48
ROA (%)	19,1%	11,5%	10,6%	3,8%	3,9%	4,1%
ROE (%)	28,7%	15,4%	13,7%	6,0%	4,8%	5,4%

Nguồn: Fiinpro, ABS Research

## CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (GMD - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 64.700 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 72.200 VNĐ/cp (+11,6%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **KQKD 9T/2024:** Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh svck đạt 3.420 tỷ đồng (+22% svck) nhờ đà phục hồi thương mại đặc biệt tại cảng Nam Đình Vũ và Gemalink. Sản lượng thông quan tại Cảng Nam Đình Vũ là 680.000 TEUs, tăng 66,5% svck trong khi sản lượng thông quan tại Gemalink đạt 998.000 TEUs, tăng 102% svck. LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 1.225 tỷ đồng (-42% svck), chủ yếu do không còn khoản lãi bất thường 1.840 tỷ đồng chuyển nhượng vốn đầu tư cảng Nam Hải Đình Vũ.
- ✓ Gia tăng sản lượng trong năm 2025 chủ yếu đến từ các yếu tố (1) Cảng nước sâu Gemalink hưởng lợi từ việc là cảng nước sâu với vị trí thuận lợi tại khu vực Cái Mép – Thị Vải; hợp tác cùng hãng tàu quốc tế giúp thu hút khách hàng và xu hướng gia tăng kích cỡ tàu container và (2) Dự án Nam Đình Vũ 3 bắt đầu xây dựng từ cuối năm 2024 và đi vào hoạt động cuối năm 2025 dự kiến nâng công suất của cụm cảng Nam Đình Vũ lên 1,8 triệu TEU. Ngoài ra việc nâng cấp, nạo vét luồng kênh Hà Nam sẽ giúp Nam Đình Vũ đón được thêm tàu cỡ 48.000 DWT từ đó gia tăng sản lượng.
- ✓ Ngoài ra, lợi nhuận từ công ty liên kết, chủ yếu là Gemalink và SCS kỳ vọng tăng trong năm 2025, đóng góp thêm vào kết quả lợi nhuận.

### RỦI RO

- ✓ Cạnh tranh về giá gay gắt ở khu vực cảng Hải Phòng khi các dự án Lạch Huyện 3,4 (PHP) và Lạch Huyện 5,6 (Hateco) đi vào hoạt động.



### TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN CONTAINER VIỆT NAM (VSC - HOSE) – KHẢ QUAN

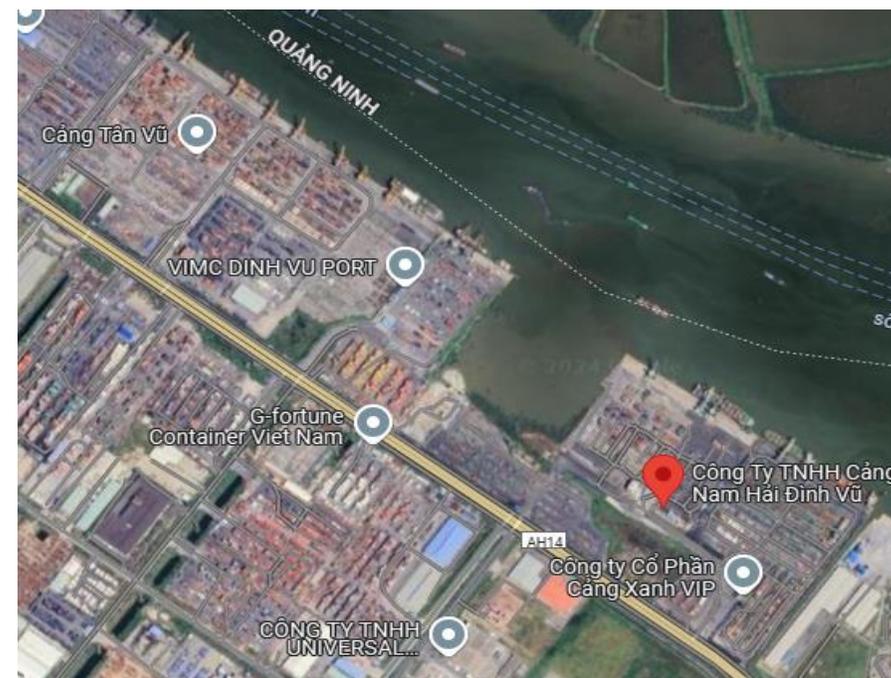
GIÁ TẠI 29/11/2024: 16.000 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 17.800 VNĐ/cp (+12%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **KQKD 9T/2024** có sự tăng trưởng tốt. Lũy kế 9T/2024 doanh thu thuần đạt 2.013 tỷ đồng, tăng 29% svck, đạt 82% doanh thu kế hoạch năm. Doanh thu tăng trưởng nhờ các yếu tố (1) tăng trưởng hàng hóa thông quan qua cảng Hải Phòng và (2) nâng công suất lên tổng cộng 2,6 triệu TEU từ việc thuê tóm cảng Nam Hải Đình Vũ, chiếm 30% thị phần tại Hải Phòng, đồng thời giảm các chi phí dịch vụ mua ngoài. LNST lũy kế 9T/2024 tăng gấp đôi so với cùng kỳ đạt 167 tỷ đồng, đạt 96% kế hoạch năm 2024.
- ✓ Triển vọng của VSC trong năm 2025 chủ yếu nhờ việc nâng công suất tại nhóm cảng Nam Hải Đình Vũ cũng như nâng tỷ lệ sở hữu tại Công ty Cổ phần Vận tải biển Vinaship (VNA) giúp hoàn thiện hệ sinh thái logistics, củng cố doanh thu.

#### RỦI RO

- ✓ Cảng VIMC Đình Vũ và Nam Hải Đình Vũ với vị trí kém cạnh tranh hơn khiến VSC khó thu hút thêm các tuyến dịch vụ, ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu suất và hoạt động kinh doanh.



# NGÀNH VẬN TẢI BIỂN

Đà tăng chứng lại

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Tích cực**



Trải nghiệm ngay ứng  
dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bảng giá  
ABS Web Trading

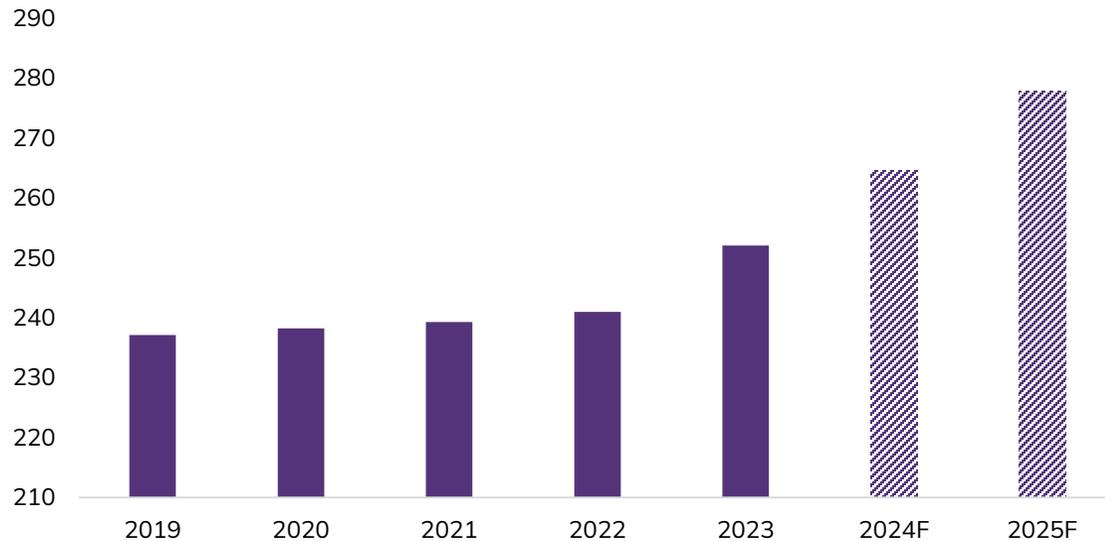


# ➤ NHU CẦU VẬN TẢI BIỂN CÓ KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG

NGÀNH VẬN TẢI BIỂN TRONG NĂM 2025 SẼ CHỨNG LẠI DO MẶC DÙ SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA THÔNG CẢNG CẢI THIỆN NHƯNG GIÁ CƯỚC VẬN TẢI KHÓ CÓ KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH.

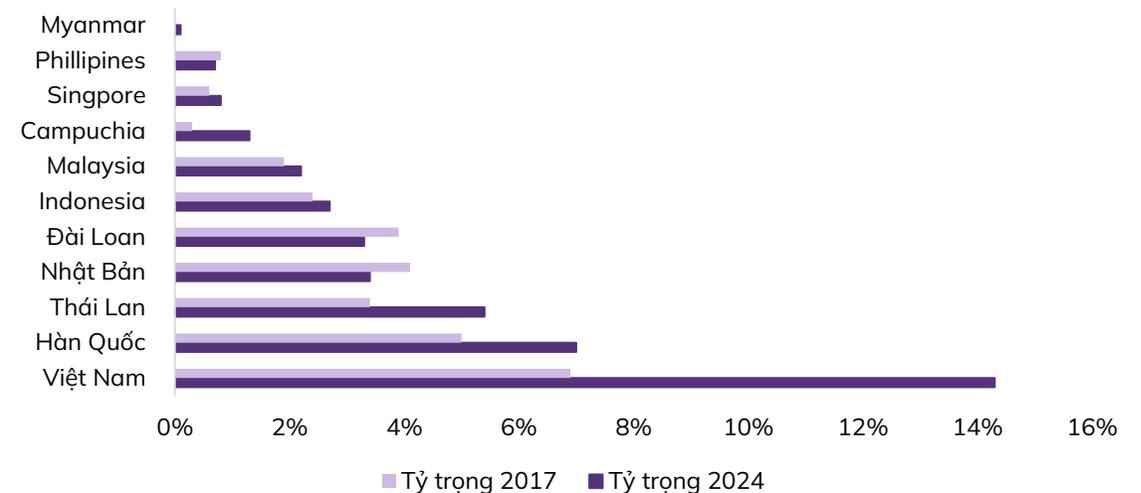
- Theo Cục Hàng hải Việt Nam, khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam do đội tàu biển Việt Nam vận chuyển năm 2024 ước đạt 140,9 triệu tấn, tăng 3% so với cùng kỳ năm 2023. Trong đó, riêng hàng container đạt 3,04 triệu Teus, tăng 11%. Một trong những hàng hóa được vận tải chủ yếu là linh kiện điện tử, máy tính xuất khẩu sang thị trường Mỹ.
- Theo Tổ chức Thương mại thế giới WTO, khối lượng thương mại hàng hóa toàn cầu sẽ tăng trưởng 3,0% vào năm 2025. Chúng tôi cho rằng, ngành vận tải Việt Nam sẽ hưởng lợi nhờ gia tăng nhu cầu vận chuyển. Ngoài ra, các yếu tố hỗ trợ gia tăng sản lượng bao gồm:
  - Hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam tăng trưởng đạt 12%. Phục hồi kinh tế tại các thị trường chính, với tỷ lệ tăng trưởng GDP tại Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc đạt lần lượt là 2,2%, 1,2% và 4,5%.
  - Tăng trưởng dòng vốn FDI vào Việt Nam
  - Xu hướng tích trữ hàng tồn kho trước khi chính sách Thuế quan Trump 2.0 được áp dụng.

Sản lượng container thông cảng theo năm (triệu tấn)



Nguồn: Cục Hàng hải, ABS Research

Lượng container vận chuyển từ châu Á sang Mỹ theo quốc gia (không bao gồm Trung Quốc)

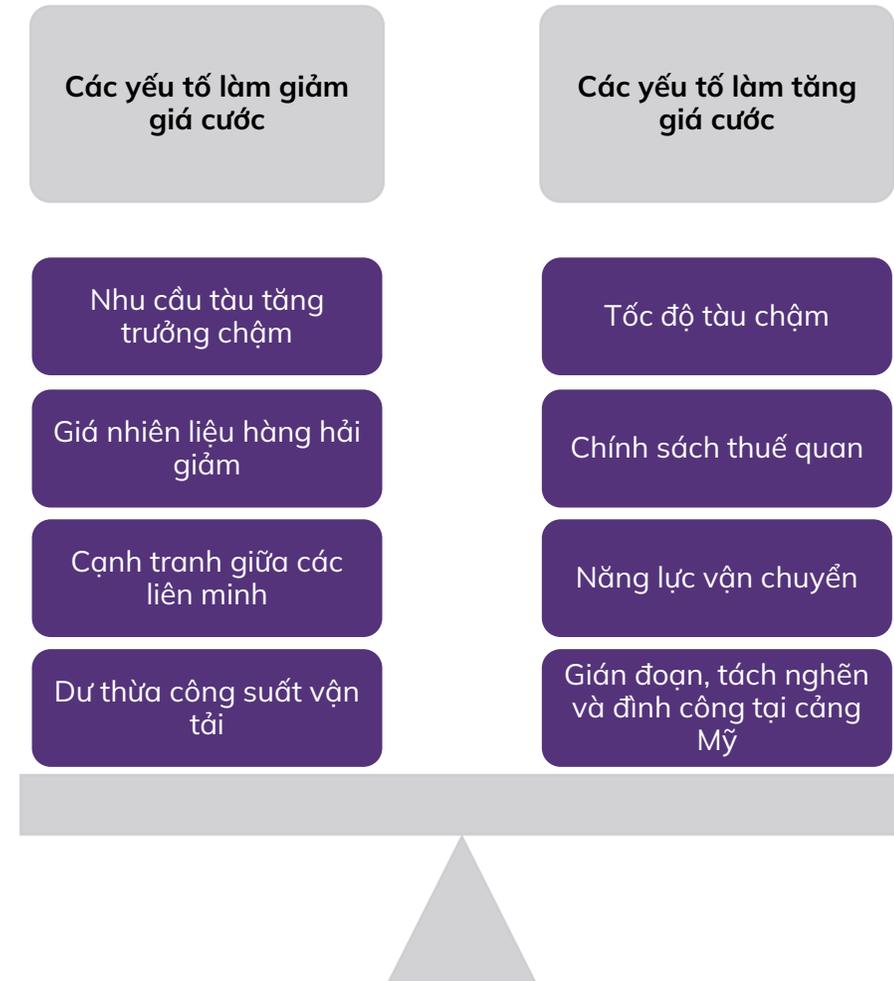


Nguồn: Lynerlytica, ABS Research

# GIÁ CƯỚC VẬN TẢI KHÓ CÓ KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH

- Theo nhận định từ Hiệp hội Logistics TP Hồ Chí Minh vào tháng 11/2024, giá cước vận tải khó có khả năng tăng mạnh trong năm 2025 nhưng vẫn có thể tăng trong một số thời điểm nhất định, đặc biệt trong mùa cao điểm hoặc xảy ra gián đoạn chuỗi cung ứng.
- Các yếu tố chính gây ảnh hưởng đến giá cước vận tải biển trong năm 2025 bao gồm:
  - **Áp lực dư cung.** Việc mua thêm hàng tàu mới giúp các công ty gia tăng công suất, tuy nhiên cũng gây áp lực nguồn cung và gia tăng cạnh tranh mạnh mẽ giữa các hãng vận tải. Trong năm 2025, theo nhận định mới nhất từ BIMCO, dự báo tăng trưởng nguồn cung đội tàu thế giới đạt 6%, trong khi nhu cầu chỉ tăng 3%.
  - **Rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng do đình công và xung đột địa chính trị.** Cuộc đình công ba ngày của Hiệp hội Longshoremen Quốc tế (ILA) vào tháng 10 đã đẩy lên lo ngại về các gián đoạn tiếp theo, với khả năng sẽ có thêm các cuộc đình công vào tháng 1. Những sự kiện này có thể gây ra áp lực lên các mức giá giao ngay trên nhiều tuyến vận tải đến bờ Đông nước Mỹ. Ngoài ra, những căng thẳng chưa được giải quyết tại các khu vực như Biển Đỏ và Vịnh Persia khiến các tàu phải di chuyển quãng đường dài hơn, làm gia tăng giá cước.
  - **Chính sách thuế quan.** Các chính sách về thuế quan, đặc biệt là của Hoa Kỳ áp đặt lên hàng hóa Trung Quốc, có thể khiến các nhà vận chuyển phải đẩy nhanh việc nhập khẩu, làm tăng tạm thời giá vận tải, nhất là đối với các tuyến xuyên Thái Bình Dương.
  - **Thay đổi liên minh các hãng tàu.** Sự xuất hiện của liên minh vận tải biển mới (Gemini Cooperation) và chiến lược hợp tác của hãng tàu MSC sẽ tạo ra những thay đổi đáng kể trong mạng lưới dịch vụ vận tải biển

## Các yếu tố tác động lên giá cước vận tải trong năm 2025



# THAY ĐỔI LIÊN MINH HÃNG TÀU THAY ĐỔI CẤU TRÚC THỊ PHẦN

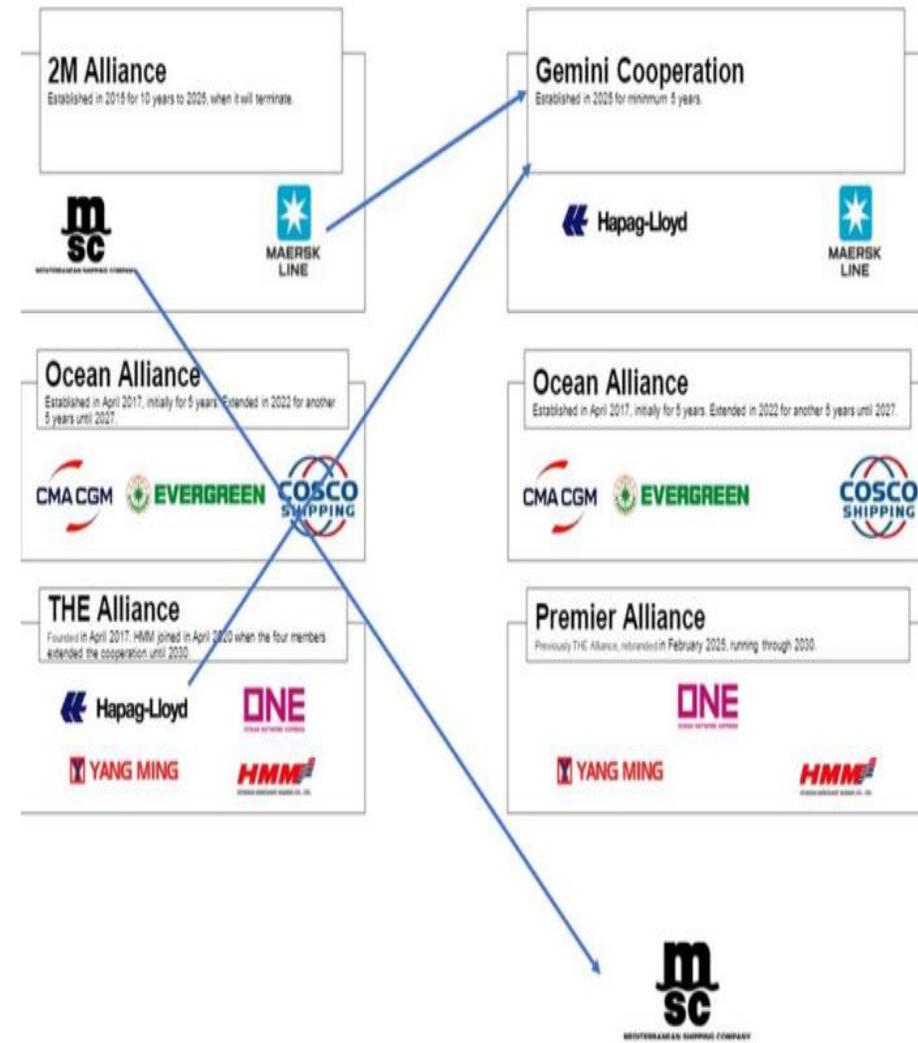
## NGOÀI RA, VIỆC THAY ĐỔI LIÊN MINH CÁC HÃNG TÀU SẼ LÀM THAY ĐỔI CẤU TRÚC THỊ PHẦN, ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ CƯỚC

- Cụ thể, liên minh 2M bao gồm MSC, Ocean Alliance và THE Alliance tan rã và lập thành 3 liên minh mới là Gemini Cooperation, Ocean Alliance và Premier Alliance cùng MSC sẽ đứng ra hoạt động riêng biệt. Sự thay đổi này sẽ dẫn đến thiết lập lại các tuyến vận tải biển khi các liên minh chuyển đổi cho nhau. Giá cước do đó cũng sẽ có những biến đổi do gia tăng áp lực cạnh tranh giữa các hãng tàu.
- Sau khi thay đổi liên minh, các hãng tàu có sự thay đổi trong hoạt động cập cảng làm hàng, gây ảnh hưởng lên sản lượng container khai thác ở từng khu vực. **Có thể thấy, số lượng tuyến và dịch vụ khai thác của liên minh Ocean Alliance sẽ nhiều hơn hẳn so với Premier Alliance và Gemini Cooperation, đặc biệt trên các tuyến trọng yếu từ châu Á.** Do đó, các công ty có liên kết, hợp tác với công ty trong liên minh này (như GMD với Evergreen, HAH với ONE) sẽ có lợi thế hơn trong việc tiếp cận nguồn hàng và tăng trưởng sản lượng container trong dài hạn.

### Tần suất các tuyến của các hãng tàu sau khi thay đổi liên minh

Tuyến vận tải	MSC		Ocean Alliance	Premier Alliance		Gemini Cooperation		Lưu ý
	Kênh Suez	Mũi Hảo Vọng		Kênh Suez	Mũi Hảo Vọng	Kênh Suez	Mũi Hảo Vọng	
Châu Á-Bờ Tây Bắc Mỹ	4	4	11	10	10	7	7	MSC sẽ đổi tuyến cho Zim
Châu Á- Bờ Đông Bắc Mỹ	6	6	8	4	4	3	2	MSC sẽ đổi tuyến cho Zim
Châu Á- Bắc Âu	7	7	6	6	6	4	4	MSC sẽ đổi tuyến cho Premier
Châu Á-Địa Trung Hải	6	6	4	4	4	3	3	MSC sẽ đổi tuyến cho Premier
Bắc Âu - Bắc Á	6	6	2	TBA	TBA	4	4	
Địa Trung Hải - Bắc Mỹ	5	5	1	TBA	TBA	2	2	
<b>Tổng</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	

### Thay đổi liên minh hãng tàu bắt đầu từ tháng 02/2025

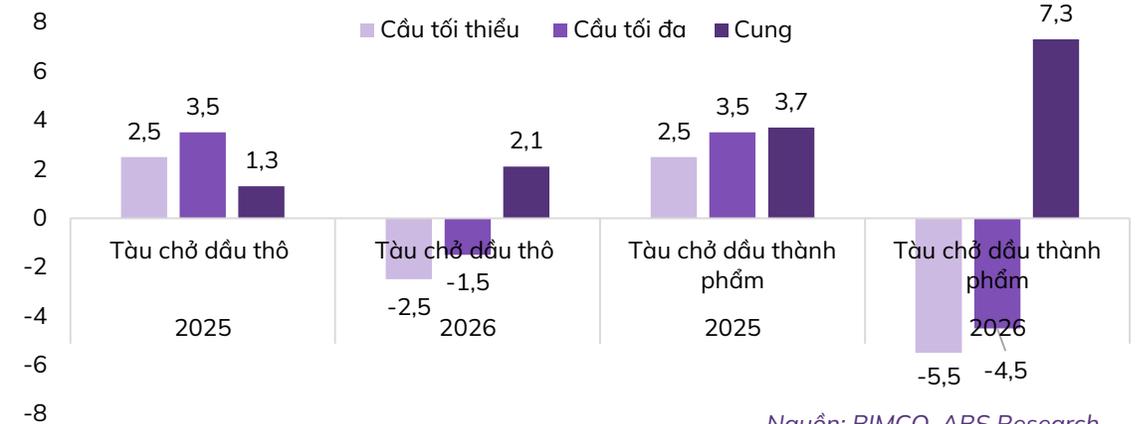


## ➤ MẢNG VẬN TẢI DẦU KHÍ – KÉM KHẢ QUAN

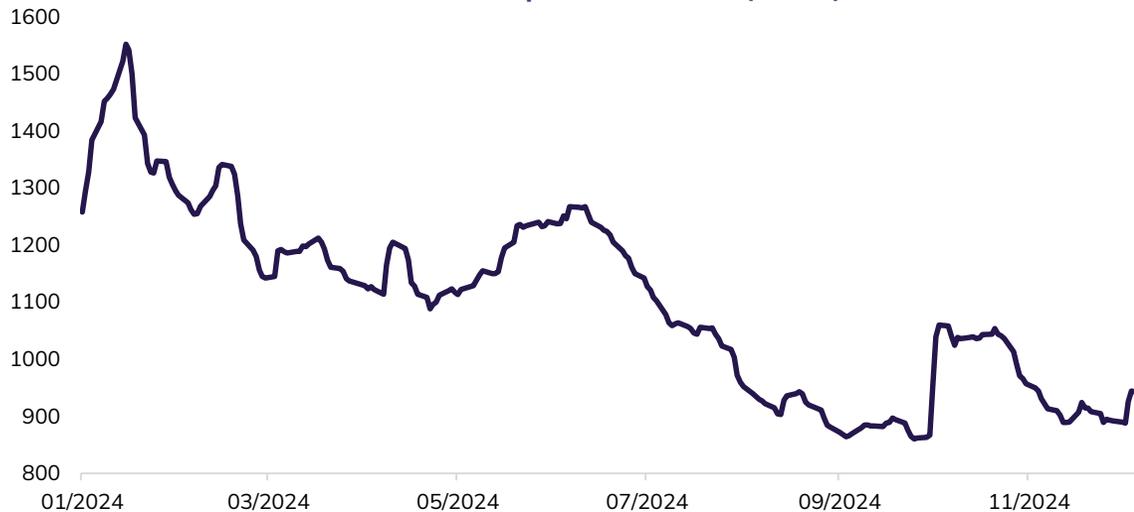
### ❖ MẢNG VẬN TẢI DẦU THÔ/DẦU SẢN PHẨM: KÉM KHẢ QUAN HƠN DO CHỊU ÁP LỰC DƯ CUNG VÀ NHU CẦU SUY YẾU

- Hiện tại các chỉ số cước tàu chở dầu thành phẩm (BAIT) và cước vận tải dầu thô (BAID) hồi phục nhẹ so với mức đáy của năm 2024, khi các triển vọng về việc đẩy mạnh xuất khẩu dầu khí dưới chính quyền Donald Trump phần nào xoa tan đi lo ngại nhu cầu dầu khí toàn cầu suy yếu và tuyến đường qua Biển Đỏ và kênh đào Suez dần trở về trạng thái bình thường.
- Đối với mảng vận tải dầu thô, giá cước dự báo sẽ cải thiện nhẹ. Theo dự báo từ BIMCO, tăng trưởng nhu cầu tàu chở dầu có thể đạt mốc 2,5% trong năm 2025 trong khi cung tàu chỉ đạt mức tăng 1,3%, hỗ trợ giá cước. Trong khi đó, giá cước mảng vận tải dầu thành phẩm sẽ suy yếu do áp lực dư cung lớn, đạt 3,7% trong khi nhu cầu tối đa chỉ đạt 3,5%.

Dự báo tăng trưởng cung/cầu tàu chở dầu (%)



Chỉ số cước vận tải dầu thô (BAID)



Chỉ số cước vận tải dầu thành phẩm (BAIT)

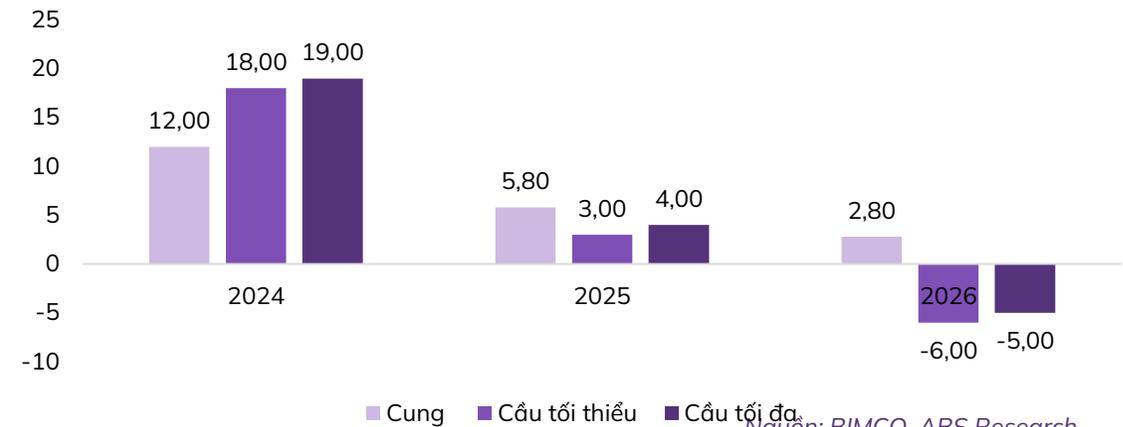


# MẢNG VẬN TẢI CONTAINER – GIÁ CƯỚC DỰ KIẾN NEO CAO

## GIÁ CƯỚC CONTAINER DỰ KIẾN NEO CAO DO ÁP LỰC DU CUNG THẤP VÀ CÁC YẾU TỐ BIẾN ĐỘNG NHƯ THUẾ QUAN, ĐÌNH CÔNG TẠI CẢNG

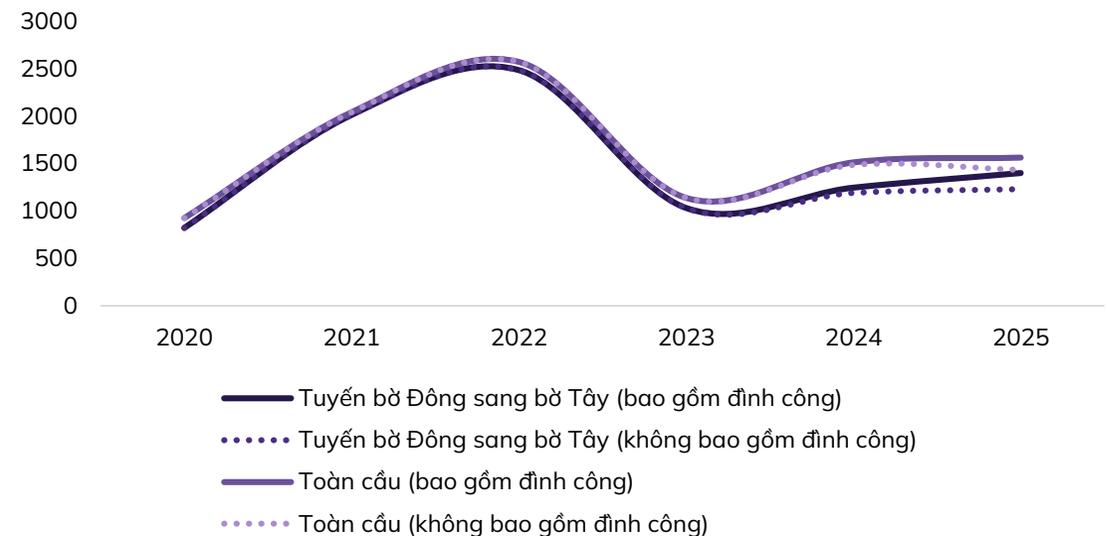
- Theo báo cáo mới nhất từ BIMCO, cung tàu container thế giới tăng trưởng 5,8% trong khi nhu cầu tối đa chỉ tăng 4%, gia tăng áp lực giảm giá lên giá cước tàu container.
- Tuy nhiên, các yếu tố có thể khiến giá cước tàu container neo cao, đặc biệt tại nửa đầu năm 2025 bao gồm:
  - Hưởng lợi từ chính sách thuế quan đối của Mỹ dưới lãnh đạo của ông Donald Trump bao gồm: (1) xu hướng các công ty đa quốc gia cân nhắc chuyển dịch sản xuất sang các quốc gia khác trong khu vực Đông Nam Á, bao gồm Việt Nam; (2) xu hướng các doanh nghiệp đi tìm thị trường mới, giúp gia tăng nhu cầu vận tải, đặc biệt là khu vực Nội Á;
  - Xu hướng tích trữ hàng hóa trước khi các chính sách thuế quan có hiệu lực;
  - Nếu ILA và USMX không thể đạt được thỏa thuận trước ngày 15 tháng 1, các cuộc đình công lớn tại các cảng ở Bồ Đào Nha và Vịnh Mỹ có thể gây ra gián đoạn nghiêm trọng. Các cuộc đình công này có thể làm tăng nhu cầu tàu để bù đắp cho các tàu bị chậm trễ ở Mỹ.
- Sự gia nhập ngày càng mạnh mẽ của các công ty vận tải vào các liên minh quốc tế là một điểm nhấn quan trọng, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động, mở rộng thị trường và tăng cường khả năng cạnh tranh của các hãng vận tải Việt Nam.
- Do đó, trong xu hướng tăng trưởng thương mại nói chung trong tại khu vực Nội Á, các hãng vận tải có mạng lưới vận tải trong khối Nội Á và hợp tác với các hãng tàu quốc tế sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng trong năm 2025.

Dự báo tăng trưởng cung/cầu tàu container thế giới (%)



Nguồn: BIMCO, ABS Research

Dự báo giá cước container trong năm 2025 (USD/cont 40ft)

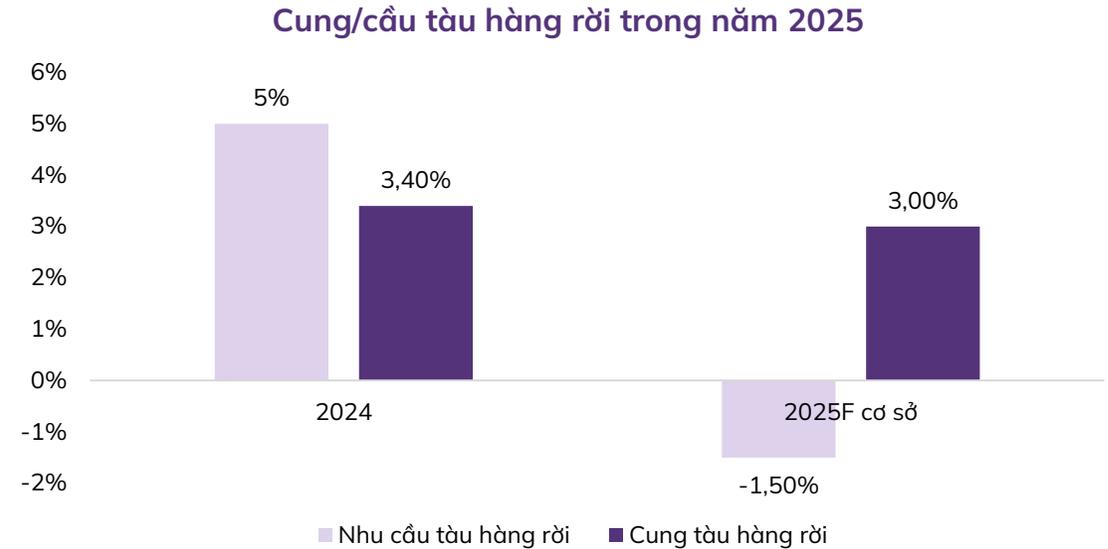


Nguồn: Drewry, ABS Research

# MẢNG VẬN TẢI HÀNG RỜI – ÁP LỰC DƯ CUNG LỚN

## ❖ MẢNG HÀNG RỜI: GIÁ CƯỚC VẬN TẢI CHỊU ÁP LỰC DƯ CUNG LỚN

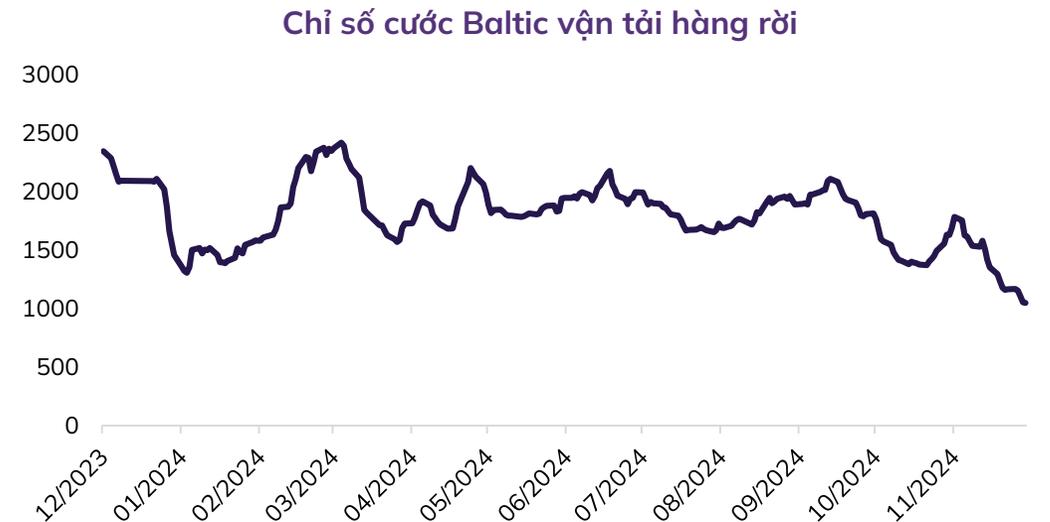
- Sản lượng vận chuyển tại mảng hàng rời sẽ có sự hồi phục nhẹ từ việc hồi phục kinh tế và tăng cường trao đổi hàng hóa, đặc biệt trong khu vực ASEAN với các mặt hàng chủ lực là gạo, máy móc, vi tính, thiết bị điện tử, sắt thép.
- **Tuy nhiên, áp lực dư cung trong năm 2025 sẽ gây ảnh hưởng lớn đến giá cước.** Theo báo cáo tháng 10 từ BIMCO, nguồn cung tàu hàng rời ước tính tăng 2-3% svck trong năm 2025 trong khi nhu cầu dự kiến giảm 0.5 – 1.5% trong kịch bản cơ sở và tăng 0.5% - 1.5% trong kịch bản khủng hoảng biển Đỏ kéo dài đến năm 2026. Nhìn chung, tâm lý thị trường giao ngay không mấy tích cực do danh sách tàu chờ dài và khối lượng hàng hóa hạn chế.
- Với việc cước vận tải không mấy khả quan, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải hàng rời chủ yếu được thúc đẩy bởi gia tăng công suất đội tàu.



## Dự báo tăng trưởng sản lượng vận tải hàng rời Việt Nam

	Dự báo	Yếu tố ảnh hưởng chính
Than	<b>Tiêu cực</b>	Giảm nhu cầu do Trung Quốc chuyển dịch sang năng lượng tái tạo và tăng trưởng nhu cầu chậm ở Ấn Độ.
Ngũ cốc	<b>Tích cực</b>	Tăng trưởng xuất nhập khẩu gạo tại thị trường ASEAN và EU; thị trường ngô, lúa mì trung lập.
Sắt thép, kim loại	<b>Trung lập</b>	Tăng trưởng nhu cầu thép toàn cầu, tuy nhiên tăng trưởng của Trung Quốc từ các biện pháp kích thích kinh tế vẫn còn yếu.
Hàng rời nhỏ	<b>Tích cực</b>	Hồi phục trong các hoạt động xây dựng và sản xuất tại Việt Nam và các thị trường trọng điểm.
Phân bón	<b>Trung lập</b>	Tăng trưởng xuất nhập khẩu trong thị trường ASEAN

Nguồn: ABS Research

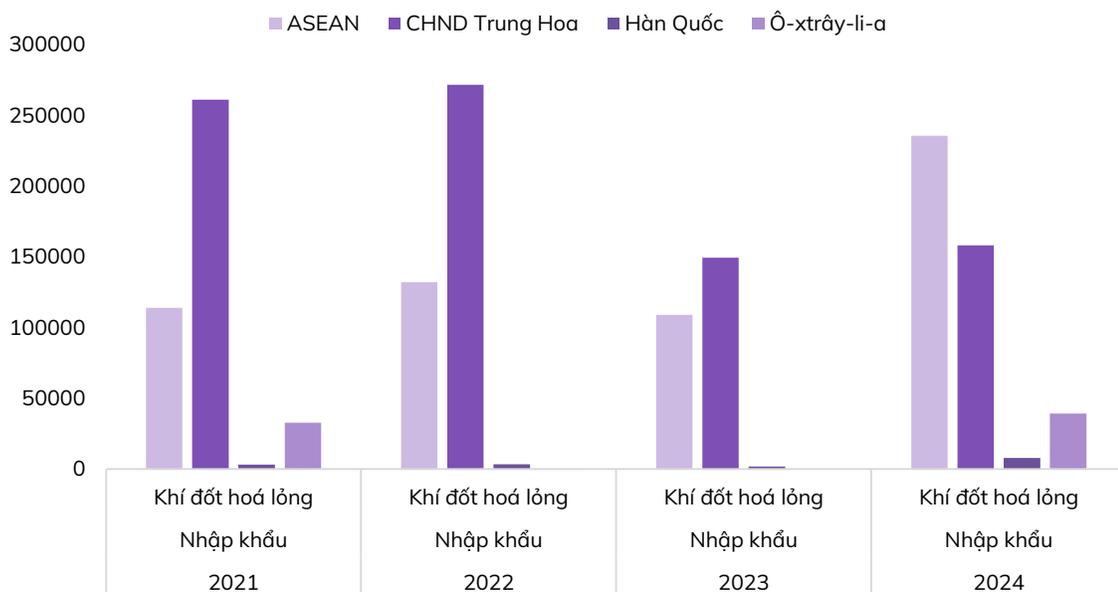


Nguồn: Investing, BIMCO, ABS Research

## ➤ MẢNG VẬN TẢI LPG – TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

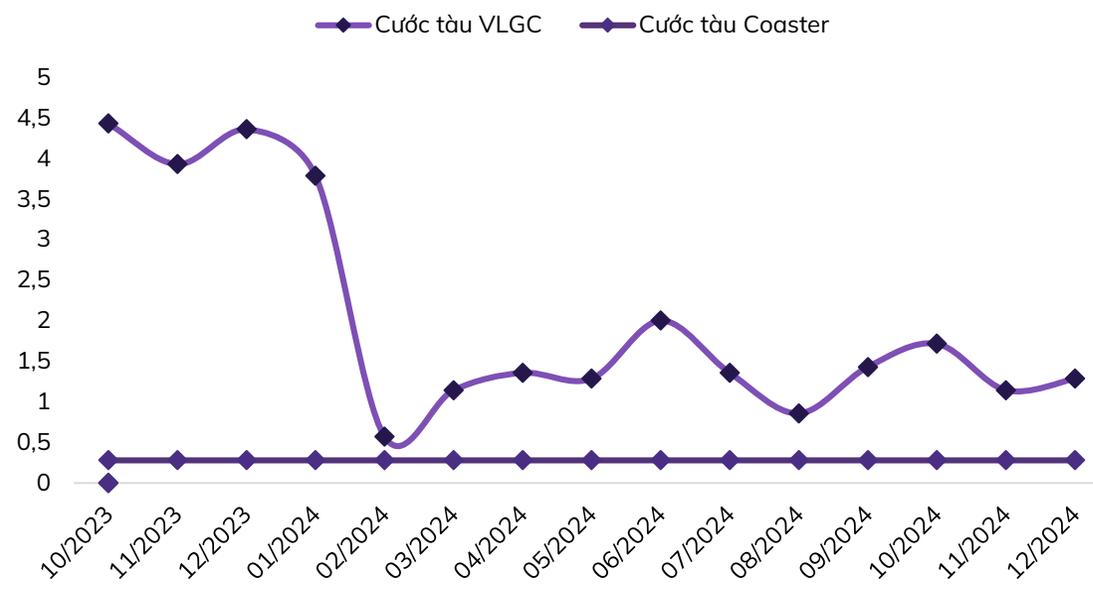
- Nhu cầu vận tải khí đốt LPG năm 2025 dự báo tăng trưởng, được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ gia tăng các của Việt Nam trong khi nguồn cung nội địa thiếu hụt. Cụ thể, nhu cầu khí đốt của Việt Nam được dự đoán tăng trưởng 12%/năm trong khi Việt Nam dự kiến thiếu hụt 5,4 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm đến năm 2030. LNG/LPG được xem là giải pháp bổ sung dài hạn, hỗ trợ chuyển đổi sang năng lượng sạch và đảm bảo an ninh năng lượng.
- Việt Nam phải nhập khẩu LPG từ nước ngoài chiếm tới 61% cơ cấu nguồn cung, với nguồn nhập khẩu chủ yếu từ các quốc gia Trung Đông, Malaysia, Trung Quốc. Các nguồn cung LPG nội địa là Liên hiệp Lọc hóa dầu Nghi Sơn (2%), Nhà máy lọc dầu Dung Quất (21%), Nhà máy Xử lý khí Cà Mau (5%) và Nhà máy Xử lý khí Dinh Cố (11%). LPG chủ yếu được nhập khẩu bằng đường biển và đường sông.
- Trong năm 2025, thương mại LPG toàn cầu được Drewry dự báo tăng trưởng đạt 2,3% nhờ (1) tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ tại châu Á và (2) gia tăng nhập khẩu LPG từ Mỹ tại châu Âu do lệnh cấm vận LPG của Nga. Giá cước tàu VLGC có khả năng đi ngang trong năm 2025 do tăng trưởng nhu cầu tàu LPG thấp, đạt 1,8%/svck, thấp hơn dự báo tăng trưởng nguồn cung tàu trong năm 2025 (+3,8% svck). Đối với cước tàu Coaster, giá cước tàu khá ổn định do chủ yếu các tàu tham gia vận chuyển trong khu vực nhất định & có sự linh hoạt cao.

**Nhập khẩu LPG vào Việt Nam qua các năm**



Nguồn: Tổng cục thống kê

**Giá cước vận tải LPG quốc tế**



Nguồn: Drewry, ABS Research

## ☛ CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ - PVT, HAH, GSP

Khuyến nghị: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dựa trên các tiêu chí:

- Các doanh nghiệp có đội tàu công suất lớn, hoạt động tại các mảng có khả năng tăng trưởng và hợp tác với các hãng tàu quốc tế
- Doanh nghiệp có sức khỏe tài chính lành mạnh, rủi ro vay nợ ở mức an toàn.
- Phương pháp định giá: dựa trên so sánh P/E, P/B và DCF.

Chỉ tiêu	PVT			HAH			GSP		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	9.556	12.017	12.289	2.613	3.813	4.197	1.765	2.293	2.408
<b>%YoY</b>	<b>5,6%</b>	<b>25,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-18,5%</b>	<b>45,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>-4%</b>	<b>29,9%</b>	<b>7,0%</b>
LNG	1.838	2.454	2.355	611	975	1.070	154	195	211
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>19,2%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19%</b>	<b>23,4%</b>	<b>25,6%</b>	<b>25,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,8%</b>
LNST Công ty mẹ	972	1.148	1.135	385	532	607	85	118	123
<b>%YoY</b>	<b>13,4%</b>	<b>18,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-53,1%</b>	<b>38,2%</b>	<b>14,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>
EPS (đ/cp)	2.868	3.031	2.998	3.461	4.121	4.703	1.422	1.646	1.715
BVPS (đ/cp)	21.044	22.771	25.469	25.218	27.354	32.058	13.602	13.669	15.384
Nợ/VCSH (lần)	0,66	0,63	0,63	0,44	0,46	0,44	0,51	0,52	0,49
ROA (%)	7,7%	7,7%	6,9%	6,9%	10,0%	9,8%	5,62%	6,7%	5,8%
ROE (%)	14,3%	14,6%	12,6%	9,5%	16,7%	16%	11,3%	12,0%	11,2%

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HAH - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 48.000 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 53.500 VNĐ/cp (+11%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2024:** Lũy kế 9T/2024 doanh thu tăng trưởng rất tích cực đạt 2.781 tỷ đồng (+42% svck) với động lực tăng trưởng nhờ các yếu tố gia tăng công suất khai thác tàu từ 3 tàu Haian Alfa, Haian Beta và Haian Opus; sản lượng khai thác tăng nhờ tăng trưởng thương mại quốc tế và giá cước vận tải container tăng mạnh trong Q3. LNST lũy kế 9T/2024 đạt 370 tỷ đồng (+15% svck), đạt 82% kế hoạch LNST đã điều chỉnh của doanh nghiệp.
- **Khai thác tàu cho thuê định hạn có mức cước cao.** Hai tàu mới nhận là Haian Opus (nhận vào tháng T6/2024), Haian Charlie (nhận vào T8/2024) được cho thuê định hạn 1 năm với mức giá xấp xỉ 24.000 USD/ngày. Đặc biệt, tàu Haian Gama mới nhận T11/2024 cũng đã được cho thuê định hạn bởi hãng tàu Maersk đến trên tuyến cảng Said (Ai Cập) Mersin (Thổ Nhĩ Kỳ) với giá cho thuê xấp xỉ 30.000 USD/ngày. Giá cước định hạn 12 tháng cho tàu 1700 TEU và 3500 TEU đã tăng lần lượt 78,6% và 107,9% so với cùng kỳ và kỳ vọng tiếp tục neo cao nhờ các yếu tố nhu cầu tàu tiếp tục cải thiện.
- **Tăng trưởng ổn định đến từ việc mở rộng thêm các tuyến nội địa và quốc tế.** Trong quý 4/2024, Công ty dự kiến sẽ ký kết thành lập liên doanh với hãng tàu ONE. Thông qua liên doanh này, Hải An không chỉ khai thác hiệu quả đội tàu hiện có mà còn hưởng đến việc tăng sản lượng vận tải nước ngoài lên 30-40% vào năm 2025. Ngoài ra liên minh cùng hãng tàu Zim sẽ được hưởng lợi từ việc kết hợp cùng MSC trong việc khai thác các tuyến Nội Á.
- **Giá nhiên liệu giảm hỗ trợ tiết giảm chi phí cho doanh nghiệp.** Giá nhiên liệu tàu biển Singapore - LSFO đã giảm đáng kể 16% so với đầu năm. Dự kiến trong ngắn hạn giá nhiên liệu duy trì ở mức thấp như hiện tại do nhu cầu suy yếu và cạnh tranh từ các nguồn cung thay thế.

### RỦI RO

- ✓ Giá cước vận tải suy giảm, không cao như kỳ vọng.

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 27.000 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 32.500 VNĐ/cp (+20%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2024:** Doanh thu lũy kế 9T/2024 đạt 8458 tỷ đồng (+26% svck) với động lực tăng trưởng ở mảng dịch vụ vận tải khi doanh thu đạt 6.719 tỷ đồng (+24% svck, chiếm 80% tổng doanh thu). LNST Cổ đông Công ty mẹ đạt 884 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ. Doanh thu tăng trưởng nhờ gia tăng công suất tàu cùng giá cước cho thuê tàu tại các mảng đều neo cao. Ước tính cả năm 2024, lợi nhuận trước thuế của Doanh nghiệp đạt 1800 tỷ đồng, vượt 89% kế hoạch.
- **Kế hoạch mở rộng đội tàu tích cực hơn dự kiến.** Tính tới cuối tháng 11/2024, PVTrans hiện sở hữu đội tàu hiện đại với 58 chiếc, tổng trọng tải hơn 1,6 triệu DWT, được xem là công ty vận tải hàng lỏng lớn nhất tại Việt Nam hiện nay. Công ty đã đầu tư tổng cộng 8 tàu trong năm 2024, nâng tổng công suất đội tàu tăng 24% so với đầu năm với 90% đội tàu đang phục vụ tại thị trường quốc tế. Riêng trong tháng 10 và 11/2024, PVTrans tiếp tục nhận thêm tàu chở dầu sản phẩm MR – PVT Valencia với trọng tải lên tới 47.399 DWT (đón năm 2008 tại Nhật Bản) và tàu hàng rời PVT Peridot trọng tải 57.300 DWT. Với việc đẩy mạnh mở rộng đội tàu trong năm 2024 – nửa đầu năm 2025, PVT sẽ có cơ hội ký kết được hợp đồng với mức giá cao hơn.
- **Giá nhiên liệu giảm hỗ trợ tiết giảm chi phí cho doanh nghiệp.** Giá nhiên liệu tàu biển Singapore - LSFO đã giảm đáng kể 16% so với đầu năm. Dự kiến trong ngắn hạn giá nhiên liệu duy trì ở mức thấp như hiện tại do nhu cầu suy yếu và cạnh tranh từ các nguồn cung thay thế.

### RỦI RO

- Nhu cầu vận tải giảm và giá cước tàu giảm mạnh hơn so với dự báo của chúng tôi.
- Giá dầu tăng mạnh, đẩy chi phí vận tải lên cao, từ đó làm giảm lợi nhuận.

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI KHÍ GAS SHIPPING (GSP - HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 12.900 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 14.500 VNĐ/cp (+12%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2024:** Doanh thu lũy kế 9T/2024 tăng trưởng tốt đạt 1.681 tỷ đồng (+32% svck), LNST Cổ đông Công ty mẹ đạt 88 tỷ đồng, tăng 30,4% so với cùng kỳ. Ước tính cả năm 2024, công ty đạt doanh thu khoảng 2.300 tỷ đồng, vượt 31% kế hoạch; lợi nhuận trước thuế (LNSTT) ước đạt 150 tỷ đồng, vượt 43% kế hoạch. Tăng trưởng doanh thu đến từ việc đẩy mạnh hoạt động khai thác tại thị trường quốc tế trong tình hình cước vận tải neo cao.
- **Doanh nghiệp là một trong hai công ty đứng đầu thị phần chở khí cho Việt Nam.** Đứng đầu là NVTrans với 7 tàu, chiếm 26,09% tổng sức chở, đứng thứ hai là GSP, chiếm xấp xỉ 18% tổng sức chở của đội tàu. Hiện tại công ty sở hữu 7 tàu xếp loại Coaster trong phân khúc vận tải khí LPG, tổng công suất đạt mức 24.560 DWT. Tháng 9/2024, Công ty đã hoàn thành hoàn thành công tác huy động vốn tài trợ đầu tư tàu vận chuyển LPG Hải Phòng Gas, nâng tổng sức chở lên 27%. Tàu được đưa vào khai thác ngay sau khi nhận tàu ở Singapore.
- **Doanh nghiệp tiếp tục giữ vững vai trò đầu mối vận tải LPG nội địa** thông qua sự phối hợp chặt chẽ với các khách hàng lớn như PV GAS, BSR và NSRP; đồng thời, tiếp tục thực hiện chiến lược mở rộng thị trường, đẩy mạnh hoạt động khai thác quốc tế tại các khu vực có yêu cầu cao hơn. Gas Shipping hiện có 5/9 tàu đang hoạt động hoàn toàn ở thị trường quốc tế, 4 tàu vừa khai thác trong nước vừa kết hợp các chuyến quốc tế với các đối tác lớn như Aramco, Mitsubishi, Tricon, Rizen, Exxon, Chevron, Apex, Petron, PNX.

### RỦI RO

- Nhu cầu vận tải giảm và giá cước tàu vận chuyển khí không như kỳ vọng.

# NGÀNH CHĂN NUÔI/ LƯƠNG THỰC/ THỰC PHẨM

Tận dụng cơ hội

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



CHÚNG TÔI CHO RẰNG NGÀNH CHĂN NUÔI SẼ TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG CAO TRONG NĂM 2025 NHỜ VÀO NHU CẦU VÀ SẢN LƯỢNG ĐỀU GIA TĂNG, TRONG ĐÓ, CHĂN NUÔI LỢN VẪN LÀ LĨNH VỰC CHĂN NUÔI CHỦ LỰC.

Quy mô ngành chăn nuôi tăng trưởng với CAGR 5,4% giai đoạn 2019-2023. Tuy chịu ảnh hưởng của thiên tai bão lũ, doanh thu ngành chăn nuôi năm 2024 ước đạt 35 tỷ USD, tăng trưởng của ngành trong năm 2024 dự kiến vẫn đạt gần 6%.

➤ **Sản lượng heo tăng trưởng tốt nhờ giá heo hơi tăng và kiểm soát dịch tả lợn châu Phi hiệu quả.**

- Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) dự báo, nhờ vào thế mạnh mở rộng đàn và việc kiểm soát dịch ASF hiệu quả, sản lượng heo tại Việt Nam năm 2025 sẽ tăng 3% so với cùng kỳ (cao hơn mức 2,5% năm 2024) lên mức 3,8 triệu tấn.
- Giá lợn hơi tăng mạnh từ mức 52.500 đồng/kg lên đến mức đỉnh 69.000 đồng/kg (+31,4%) trong nửa đầu năm 2024 do nguồn cung khan hiếm đã khiến các doanh nghiệp nuôi heo phấn khởi và tích cực tái đàn. Hiện giá heo đang ở mức 68.000-69.000 đồng/kg và dự kiến tiếp tục tăng khi tết Nguyên Đán đang tới gần.
- **DBC:** Sau khi nhập khẩu 10.000 con heo giống vào cuối năm 2023, cuối tháng 4-2024, Tập đoàn Dabaco tiếp tục nhập thêm một lô heo giống, đưa quy mô và năng suất đàn heo lên mức cao nhất trong 28 năm hoạt động. Dabaco hiện có khoảng trên 50.000 heo nái và đang đặt tham vọng đạt 60.000 heo nái.
- **BAF:** Tổng đàn heo cuối quý 3/2024 tăng thêm 73% so với đầu năm, ghi nhận 520.000 con (tương đương 1 triệu heo thương phẩm). BAF đã đưa thêm 6 cụm trang trại vào hoạt động, dự tính tổng đàn cuối năm 2024 sẽ gấp đôi cùng kỳ, nâng lên 75.000 heo nái và 800.000 heo thịt

➤ **Sản lượng gia cầm tăng.** Theo Phó Cục trưởng Cục chăn nuôi Việt Nam, giai đoạn từ năm 2018 - 2022, chăn nuôi gia cầm tăng nhanh từ 435,9 triệu con lên 557,3 triệu con, tốc độ tăng trưởng bình quân là 6,3%/năm. Sản lượng trứng gia cầm tăng trưởng bình quân 8,8%/năm. Tính đến thời điểm cuối tháng 6/2024 tổng số gia cầm của cả nước tăng khoảng 2,3% so với cùng thời điểm năm 2023; sản lượng thịt gia cầm hơi xuất chuồng ước đạt 1.212,1 nghìn tấn, tăng 4,9% sản lượng trứng gia cầm ước đạt gần 10,1 tỷ quả, tăng 5,1%.

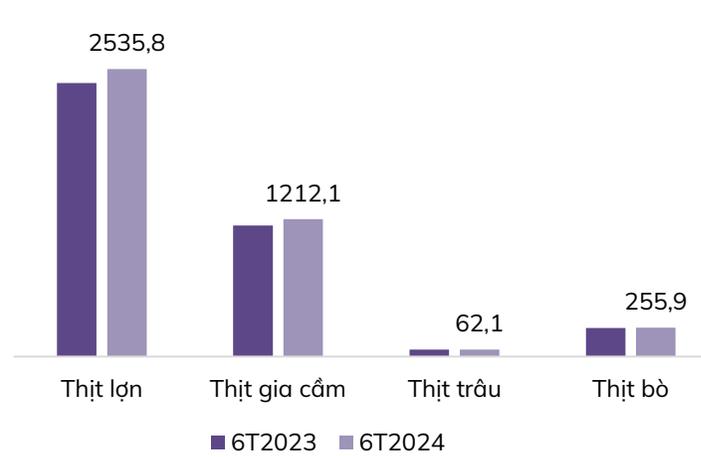
➤ **Nhu cầu thịt heo và thịt gia cầm dự báo tăng trưởng.** Theo số liệu mới nhất của USDA, Việt Nam xếp thứ 4 về tiêu thụ thịt lợn và duy trì vị thế là quốc gia chuộng tiêu thụ thịt lợn, ước tính sản lượng tiêu thụ thịt lợn/đầu người xấp xỉ 37 kg/người năm 2024 và tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2024-2026 khoảng 3,8%/năm. Theo dự báo của OECD-FAO, giai đoạn 2025-2033, nhu cầu tiêu thụ protein từ thịt bò nhìn chung sẽ giảm dần và được thay thế bằng thịt gia cầm, trong khi nhu cầu tiêu thụ protein từ thịt lợn sẽ vẫn tăng nhẹ đối với các nước có thu nhập thấp và trung bình thấp.

# CHĂN NUÔI - SẢN LƯỢNG VÀ NHU CẦU ĐỀU GIA TĂNG (tiếp)

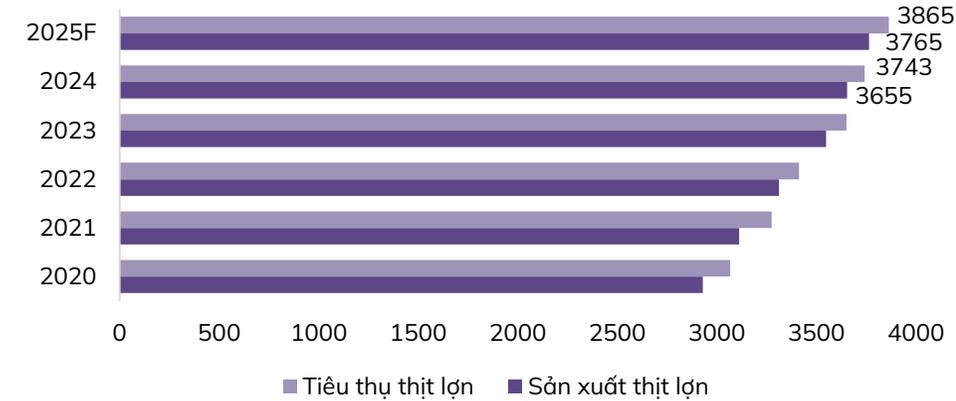
Diễn biến giá heo hơi năm 2024



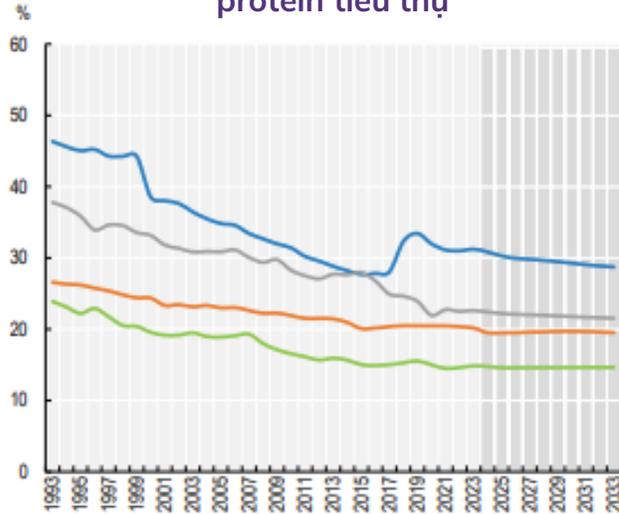
Sản lượng thịt hơi xuất chuồng (nghìn tấn)



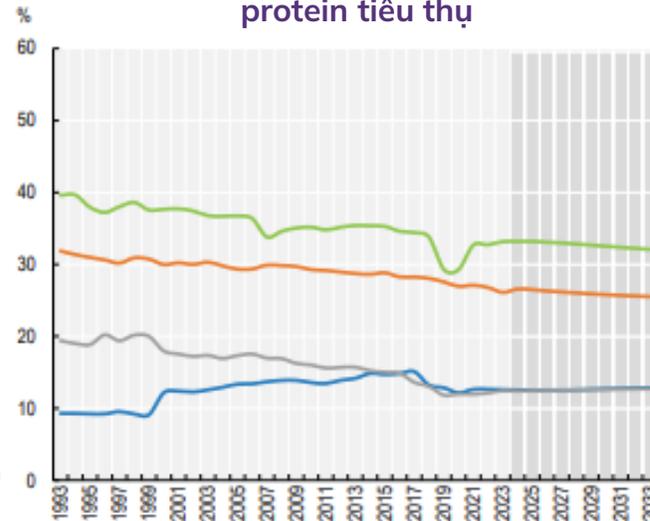
Sản xuất và tiêu thụ thịt lợn giai đoạn 2020-2025 (nghìn tấn)



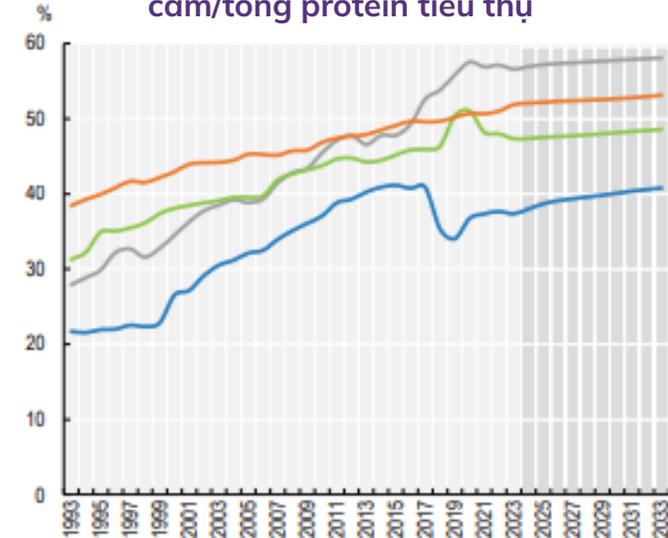
Tỷ lệ tiêu thụ protein từ bò/tổng protein tiêu thụ



Tỷ lệ tiêu thụ protein từ lợn/tổng protein tiêu thụ



Tỷ lệ tiêu thụ protein từ gia cầm/tổng protein tiêu thụ



— Nước có thu nhập thấp (GDP đầu người năm 2018 < 1.550USD)  
 — Nước có thu nhập trung bình thấp (GDP đầu người năm 2018 < 3.895USD)

— Nước có thu nhập trung bình cao (GDP đầu người năm 2018 < 13.000USD)  
 — Nước có thu nhập cao > 13.000

Nguồn: GSO, FAO, USDA, ABS Research

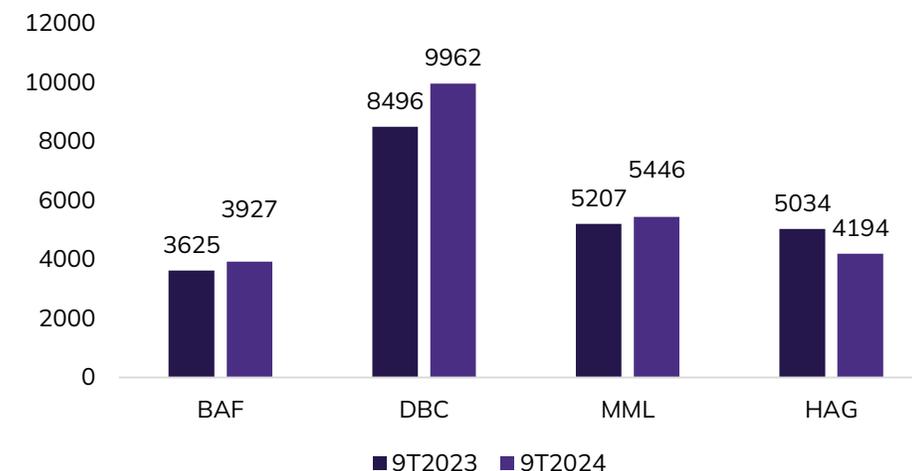
## CHĂN NUÔI TẬP TRUNG TĂNG MẠNH TRONG NĂM 2025

➤ **Di dời các cơ sở chăn nuôi trong khu vực không được phép chăn nuôi.** Điều khoản chuyển tiếp của Luật Chăn nuôi 2018 quy định thời hạn 5 năm cho việc di dời các cơ sở chăn nuôi trong khu vực không được phép chăn nuôi. Theo đó, kể từ ngày 1/1/2025, các cơ sở này nếu không di dời sẽ phải ngừng hoạt động. Trong 5 năm vừa qua, tỷ lệ chăn nuôi nông hộ giảm từ 5-7%/năm (riêng giai đoạn 2019-2022, cơ sở chăn nuôi nhỏ quy mô nông hộ giảm 15-20%). Hiện nay, sản lượng lợn sản xuất trong nông hộ nhỏ lẻ giảm còn 35- 40%, sản lượng lợn sản xuất trong hộ chuyên nghiệp và trang trại chiếm 60-65%. Chăn nuôi lợn đã chuyển dịch theo hướng giảm chăn nuôi nhỏ lẻ, hộ gia đình, tăng mạnh các hộ chăn nuôi chuyên nghiệp và trang trại quy mô lớn. Điều này sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chăn nuôi lớn, chuyên nghiệp giành thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ. Tuy vậy, nếu việc thực hiện di dời này không được thực hiện một cách chặt chẽ thì có khả năng sẽ dư nguồn cung khi các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ vẫn tiếp tục cung cấp ra thị trường.

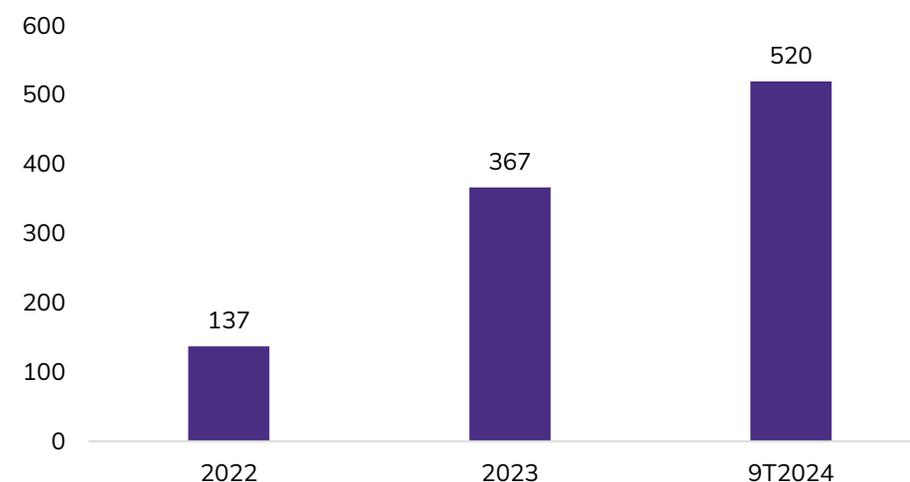
➤ **Các doanh nghiệp đã chuẩn bị để mở rộng thị phần:**

- **BAF:** Tính đến cuối năm 2023, BAF có hệ thống 28 trang trại tại 7 tỉnh thành. Năm 2024, BAF đã xây dựng thêm 6 trang trại mới và 1 nhà máy thức ăn chăn nuôi, thu tóm thêm 7 công ty chăn nuôi chỉ trong tháng 11/2024, dự kiến xây thêm 15 trang trại trong năm 2025. BAF Việt Nam hiện đặt mục tiêu nâng tổng đàn lên mức 100.000 heo nái vào năm 2025 (tăng hơn 30%), lên 185.000 heo nái vào năm 2026 (tăng 85%), và vào khoảng 260.000 heo nái vào năm 2027 (tăng 40,5%). Đến năm 2030, công ty đặt mục tiêu sẽ có 102 trang trại với tổng đàn nái 450.000 con.
- **Dabaco:** Dabaco hiện có hệ thống 45 trang trại chăn nuôi gia công lợn thịt tại các tỉnh Bắc Ninh, Bắc Giang, Hưng Yên, Hà Nội, Vĩnh Phúc, Hoà Bình, Hải Dương, dự kiến xây dựng 2 trang trại mới ở Thái Nguyên và Hòa Bình với quy mô 5.000 heo nái mỗi trang trại.

**Doanh thu thuần 9T một số DN chăn nuôi**



**Tổng đàn heo của BAF (Nghìn con)**



## GIÁ TACN TIẾP TỤC DUY TRÌ Ở MỨC THẤP

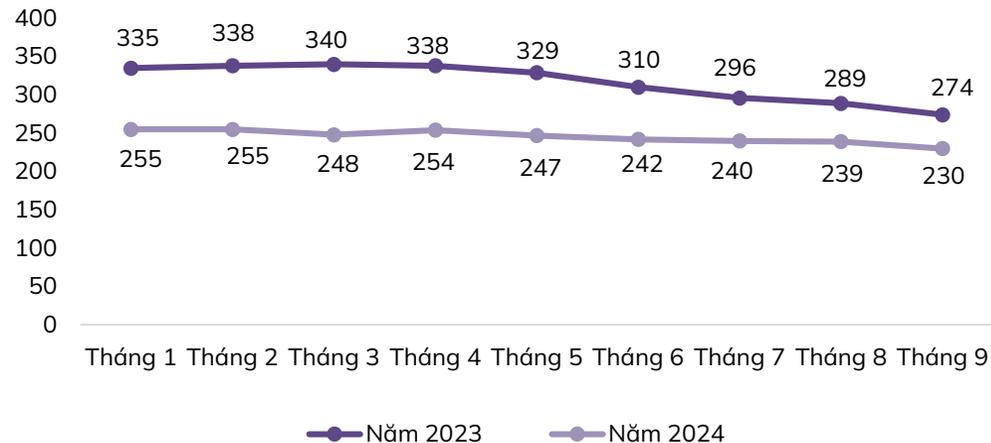
GIÁ TACN DỰ KIẾN TIẾP TỤC DUY TRÌ Ở MỨC THẤP NHỜ SẢN LƯỢNG ĐẬU NÀNH, LÚA MÌ TĂNG TRONG NĂM 2025 VÀ DỰ TRỮ NGÔ TRONG NƯỚC DỒI DÀO NHỜ TĂNG NHẬP KHẨU TRONG NĂM 2024.

### ➤ Nguồn cung đậu nành, lúa mì dự kiến dồi dào trong năm 2025.

- Theo dự báo mới nhất của FAO ngày 8/11/2024, sản lượng đậu tương niên vụ 2024/25 tăng mạnh so với niên vụ 2023/2024 do kỳ vọng về sản lượng kỷ lục sau khi điều kiện thời tiết được cải thiện ở Nam Mỹ, tiêu thụ đậu tương niên vụ 2024/25 cũng được dự báo tăng tuy nhiên vẫn thấp hơn đà tăng của sản lượng sản xuất. Tồn kho đậu tương cuối niên vụ 2024/25 dự kiến cao hơn mức hiện tại.
- Sản lượng lúa mì năm 2024/2025 ước tính cao hơn mức năm ngoái, được hỗ trợ bởi vụ thu hoạch tăng ở một số quốc gia, như Australia, Trung Quốc, Kazakhstan và Mỹ trong khi tiêu thụ lúa mì năm 2024/25 được dự báo chỉ tương đương so với mức 2023/24.

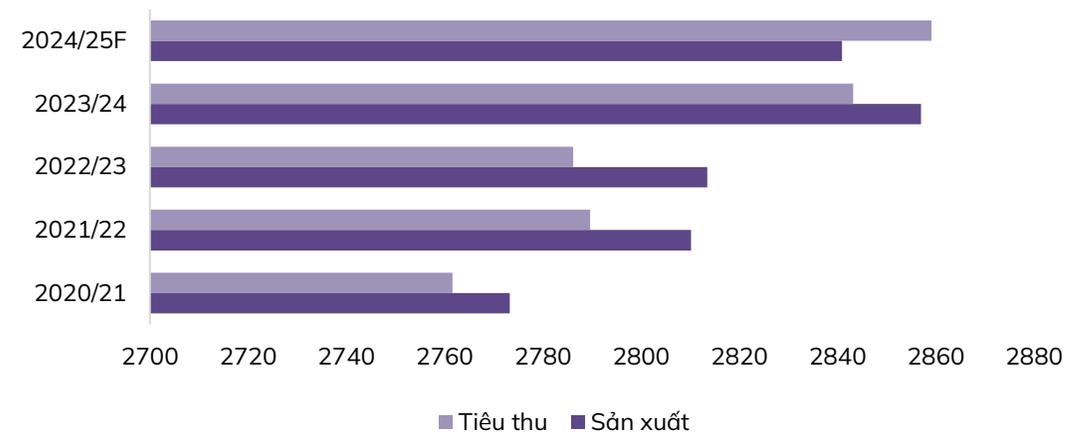
➤ **Nhập khẩu ngô trong nước tăng mạnh các tháng cuối năm tận dụng giá ngô trên thị trường thế giới giảm sâu.** Việt Nam đã nhập khẩu hơn 9,63 triệu tấn ngô trong 10 tháng đầu năm 2024, trị giá 2,34 tỷ USD, giảm 0,1% về giá trị svck nhưng tăng 24,3% về lượng. Theo báo cáo của FAO ngày 8/11/2024, sản lượng ngô năm 2024/25 dự báo giảm so với năm 2023 chủ yếu do sản lượng dự kiến giảm ở Nigeria, Liên bang Nga và Ukraine, trong khi tiêu thụ ngô năm 2024/25 được dự báo sẽ tăng nhẹ do nhu cầu sử dụng làm thức ăn chăn nuôi tăng có thể sẽ khiến giá ngô tăng trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng việc nhập khẩu ngô sớm với giá rẻ sẽ khiến thị trường ngô trong nước ổn định hơn thế giới trong niên vụ tới.

**Giá ngô nhập khẩu trung bình các tháng giai đoạn 2023-2024**



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, ABS Research

**Sản lượng sản xuất và tiêu thụ ngũ cốc toàn cầu**

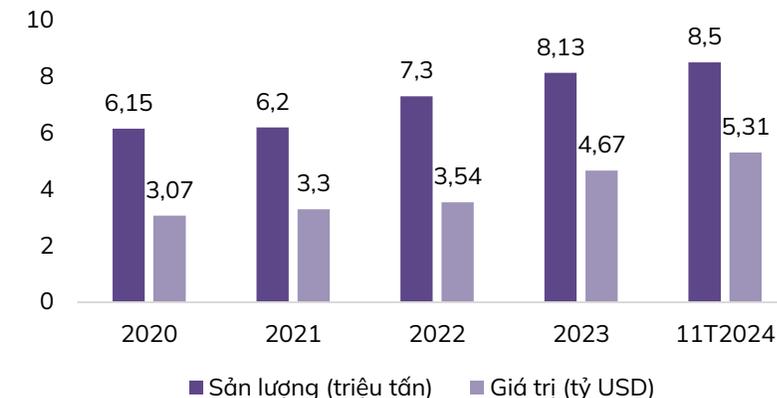


Nguồn: FAO, USDA, ABS Research

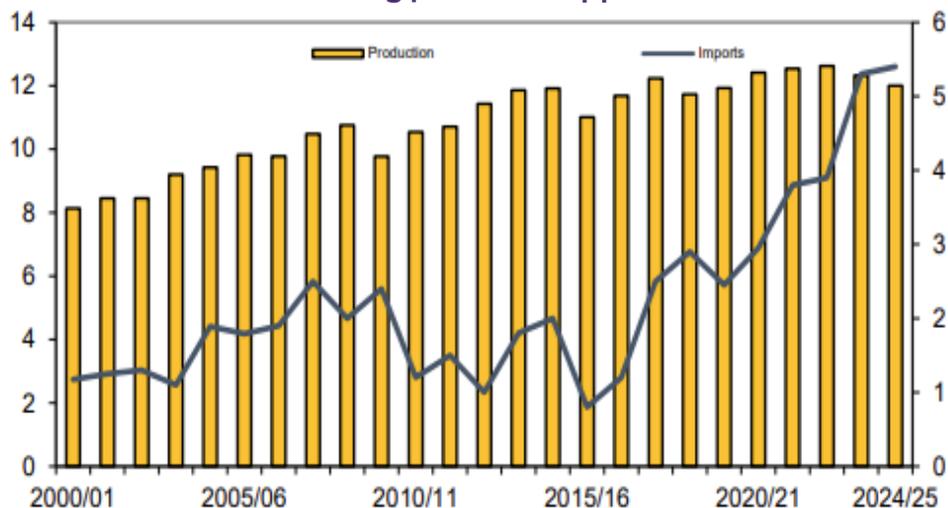
# ➤ LƯƠNG THỰC - NGÀNH GẠO VIỆT NAM LIÊN TIẾP THIẾT LẬP CÁC KỶ LỤC

- **Lần đầu tiên trong lịch sử, giá trị xuất khẩu gạo đạt trên 5 tỷ USD.** Lũy kế 11 tháng năm 2024, Việt Nam xuất khẩu gần 8,5 triệu tấn gạo (+10,6% so với cùng kỳ năm 2023), tổng giá trị xuất khẩu gạo đạt 5,31 tỷ USD (+22,4% svck). Dự báo cả năm 2024, Việt Nam sẽ xuất khẩu trên 9 triệu tấn gạo. Đây là con số cao nhất trong lịch sử xuất khẩu gạo của nước ta cả về sản lượng và giá trị.
- **Giá gạo xuất khẩu bình quân cũng có khả năng đạt mức cao nhất, trên 600USD/tấn.** Tuy giá gạo thế giới có xu hướng giảm, nhờ nhu cầu cao từ các thị trường lớn và những loại gạo chất lượng cao, gạo Việt Nam vẫn giữ được vị thế trên thị trường thế giới.
- **Philippines, Indonesia và Malaysia là 3 thị trường xuất khẩu gạo lớn nhất của Việt Nam** trong 11 tháng đầu năm 2024. Trong đó, lượng gạo nhập khẩu của Philippines 10T2024 đã vượt quá con số của năm 2023. Dự kiến Philippines vẫn là thị trường phải nhập khẩu gạo lớn do ảnh hưởng của thiên tai và đây là thị trường số một của Việt Nam. Malaysia là thị trường có giá trị xuất khẩu gạo tăng mạnh nhất với mức tăng 2,2 lần.

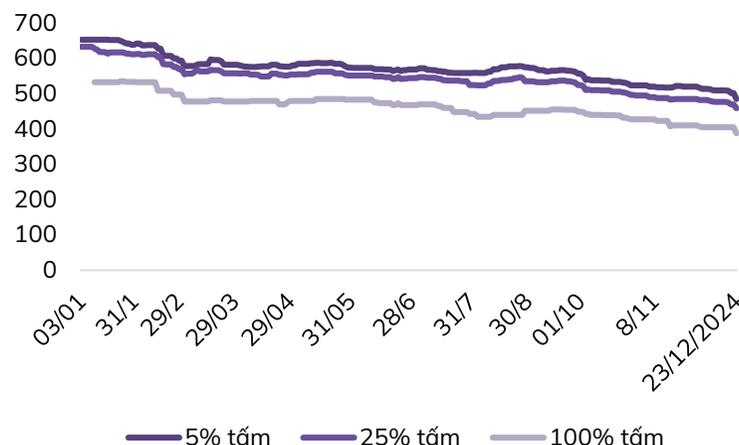
**Xuất khẩu gạo giai đoạn 2020-11T2024**



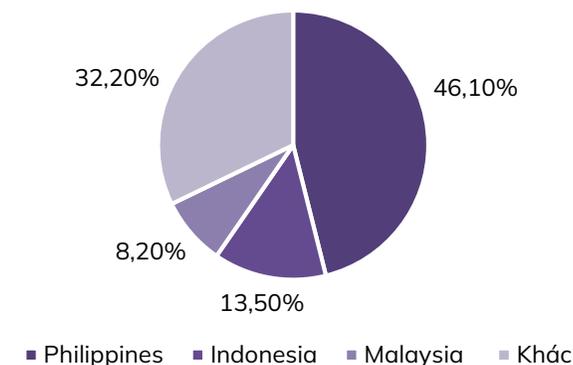
**Sản lượng sản xuất và nhu cầu nhập khẩu gạo của Philippines**



**Giá gạo Việt Nam xuất khẩu năm 2024 (USD/MT)**



**Các thị trường xuất khẩu gạo chính của Việt Nam 11T2024**



Nguồn: USDA, Tổng cục thống kê, ABS Research

## ➤ Cung gạo thế giới nói chung và cung gạo của các nước cạnh tranh xuất khẩu đều tăng

- Theo dự báo của USDA, sản lượng gạo toàn cầu niên vụ 2024/25 sẽ đạt mức kỷ lục 533,7 triệu tấn, tăng 11 triệu tấn so với niên vụ trước. Tổng cung gạo toàn cầu niên vụ 2024/2025 được dự báo đạt kỷ lục 712,8 triệu tấn, tăng 9,5 triệu tấn so với niên vụ trước. Tồn kho gạo cuối niên vụ 2024/25 dự kiến sẽ đạt 182,5 triệu tấn, tăng 3,4 triệu tấn so với niên vụ trước.
- Ấn Độ đã có những động thái hỗ trợ cho ngành xuất khẩu gạo của nước này. Nguồn cung gạo trên thị trường đã trở nên dồi dào khi Ấn Độ cùng lúc bãi bỏ thuế xuất khẩu đối với gạo đỏ, gạo lứt xay và thóc và dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng thường. Áp lực giá đã thể hiện rõ trong hai tháng vừa qua và dự kiến sẽ tiếp tục trong năm 2025.
- Hai nước cạnh tranh về xuất khẩu gạo chính với Việt Nam là Ấn Độ và Thái Lan được dự báo sẽ tăng sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25. Trong đó, Ấn Độ được dự báo sản lượng tăng kỷ lục 7,2 triệu tấn lên mức 145 triệu tấn. Dự kiến Ấn Độ sẽ vẫn tiếp tục thực thi những chính sách hỗ trợ xuất khẩu trong năm 2025 khi tồn kho gạo dồi dào.

## ➤ Sản lượng nhập khẩu của thị trường nhập khẩu lớn thứ 2 - Indonesia được dự báo giảm mạnh.

- Sản lượng gạo nhập khẩu của Indonesia được dự báo giảm mạnh xuống chỉ còn 1,5 triệu tấn trong năm 2025 do nước này đã tăng cường nhập khẩu và dự trữ gạo trong năm 2024.

**Dự kiến lượng gạo xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2025 vẫn sẽ tăng nhờ thị trường chính Philippines.** Dự báo sản lượng gạo nhập khẩu của Philippines trong năm 2025 sẽ đạt mức kỷ lục do dự báo sản lượng sản xuất gạo trong niên vụ 2024/2025 của Philippines giảm trong khi nhu cầu nội địa của nước này đang gia tăng mạnh mẽ. Tuy nhiên áp lực giảm giá gạo do nguồn cung thế giới nói chung và Ấn Độ nói riêng chắc chắn sẽ có những tác động đáng kể đến giá gạo thế giới và chúng tôi cho rằng giá trị xuất khẩu gạo của Việt Nam năm 2025 sẽ không tăng trưởng mạnh so với mức nền kỷ lục của năm 2024.

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị các công ty dưới đây vì (1) MSN đã giảm bớt hoạt động không cốt lõi, kỳ vọng kinh doanh hiệu quả hơn trong năm 2025; (2) DBC có mảng vaccine kỳ vọng đóng góp thêm vào tăng trưởng trong năm 2025.
- Các công ty có nguồn lực tài chính tốt để có thể tận dụng cơ hội mở rộng trong năm 2025.
- Phương pháp định giá: dựa trên SOTP và FCFF.

Chỉ tiêu	DBC			MSN		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	11.110	13.500	14.000	78.252	86.840	98.750
<b>%YoY</b>	(3,9%)	21,5%	3,7%	2,7%	11,0%	13,7%
<b>LNG</b>	1.114	1.957	1.988	22.121	24.783	30.325
<b>Biên LNG (%)</b>	10,0%	14,5%	14,2%	28,2%	28,5%	30,7%
<b>LNST Công ty mẹ</b>	25	675	700	419	2.766	3.250
<b>%YoY</b>	400,0%	2.600%	3,7%	(88,3%)	560,1%	17,5%
<b>EPS (đ/cp)</b>	103	2.020	2.093	293	1.828	2.148
<b>BVPS (đ/cp)</b>	19.282	18.758	20.851	18.562	20.466	22.614
<b>Nợ/VCSH (lần)</b>	1,26	0,9	0,8	1,82	1,6	1,5
<b>ROA (%)</b>	0,19%	5,0%	4,9%	1,3%	3,2%	3,5%
<b>ROE (%)</b>	0,54%	12,3%	10,7%	5,0%	12,0%	12,4%

### CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN MASAN (MSN – HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 73.200 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 89.500 VNĐ/cp (+22,3%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 khả quan: DTT đạt 60.476 tỷ đồng (+5,2% svck), LNST cổ đông cty mẹ đạt 1.308 tỷ đồng (+254,9% svck), hoàn thành 72% kế hoạch doanh thu và 130% kế hoạch LNST theo kịch bản cơ sở. Tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng bán lẻ với DTT Masan Consumer đạt 21.955 tỷ đồng (+11,2% svck), WinCommere đạt 24.404 tỷ đồng (+8,9% svck), mảng chăn nuôi tăng trưởng 4,6%, Phúc Long tăng trưởng 3,7% svck trong khi MSR giảm 4% svck.
- Mảng bán lẻ của MSN dự kiến sẽ tăng trưởng tốt theo tăng trưởng ngành tiêu dùng và bán lẻ chung trong năm tới. WinCommerce tính đến cuối quý 3/2024 vận hành 3.733 cửa hàng với 60 cửa hàng mở mới trong quý 3 và có lãi mở ra triển vọng cải thiện lợi nhuận cho chuỗi trong thời gian tới. Công ty dự kiến tiếp tục mở mới 100 cửa hàng WCM trong mỗi quý. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng Masan Consumer sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới nhờ chiến lược cao cấp hóa và đổi mới ngành hàng gia vị và đồ uống đang tiếp tục phát huy hiệu quả.
- Kỳ vọng khoản thu nhập bất thường 1000 tỷ đồng từ việc hoàn tất thoái vốn, chuyển nhượng H.C. Starck Holding cho Mitsubishi. Dự kiến khoản tiền này sẽ giúp MSR giảm nợ và Masan giảm hoạt động mảng không cốt lõi, giúp hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn trong năm 2025.
- Kết quả kinh doanh của MML sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi tiêu dùng thị trường dự kiến vẫn tăng trưởng trong thời gian tới, và việc chế biến giết mổ tập trung sẽ là chiến lược phát triển của ngành chăn nuôi.
- Nợ vay đang có xu hướng giảm, giúp giảm chi phí lãi vay.

#### RỦI RO

- Tiêu dùng trong năm 2025 yếu hơn dự kiến khiến mảng kinh doanh chính của Masan bị ảnh hưởng.
- Kết quả mảng chăn nuôi, chế biến không tăng trưởng như dự kiến do quy định về chăn nuôi và giết mổ tập trung không được thực hiện nghiêm ngặt.
- Tình hình tài chính của công ty vẫn có nhiều rủi ro về mặt tài chính khi vay nợ ở mức cao. Tổng nợ vay đạt 65.739 tỷ đồng, chiếm đến 42% trong cơ cấu nguồn vốn, trong đó 45% là nợ vay ngắn hạn. D/E ở mức 1,6 lần tại thời điểm cuối quý 3/2024. Áp lực trả lãi vay và nợ vay của công ty tương đối lớn.

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN DABACO VIỆT NAM (DBC – HOSE) - MUA

GIÁ TẠI 29/11/2024: 26.900 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 32.000 VNĐ/cp (+18,9%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T2024 tăng trưởng tích cực. DTT 9T2024 đạt 9.962 tỷ đồng (+17,3% svck), LNST cổ đông công ty mẹ tăng mạnh, gấp 28 lần svck, đạt 530 tỷ đồng. Tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng chăn nuôi nhờ chi phí thức ăn chăn nuôi ở mức thấp và giá lợn tăng cao. Với kết quả kinh doanh này, Dabaco mới hoàn thành 39% kế hoạch doanh thu nhưng đã đạt 73% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.
- Mảng chăn nuôi sẽ là động lực cho DBC trong năm tiếp theo khi chi phí thức ăn chăn nuôi được dự kiến vẫn ở mức thấp và giá lợn được đánh giá sẽ vẫn neo ở mức cao ít nhất trong quý đầu 2025.
- DBC được hưởng lợi từ quy định chăn nuôi tập trung và đã chủ động nhập heo nái và tái đàn sớm từ đầu và giữa năm 2024, chúng tôi dự kiến lượng heo trong năm 2025 sẽ tăng với số heo nái đạt 60.000 nhờ mở thêm trang trại tại Thái Nguyên và Hòa Bình.
- Quy mô ngành chăn nuôi tiếp tục tăng trưởng sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng thức ăn chăn nuôi của DBC.
- DBC đã thử nghiệm thành công vaccine dịch tả lợn châu Phi và dự kiến hoàn thiện thương mại hóa Vaccine trong năm 2024, dự kiến sẽ có doanh thu từ mảng này trong năm 2025.

### RỦI RO

- Quy định chăn nuôi tập trung không hiệu quả và các hộ nhỏ lẻ vẫn cung cấp heo ra thị trường khiến giá heo bị giảm.
- Dư nợ vay tuy giảm dần nhưng vẫn ở mức cao, tổng vay nợ cuối Q3/2024 ở mức 5.686 tỷ đồng, tỷ lệ D/E ở mức 0,98 lần. Rủi ro tài chính của công ty vẫn tương đối lớn.

# NGÀNH THỦY SẢN

Tận dụng bút phá

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

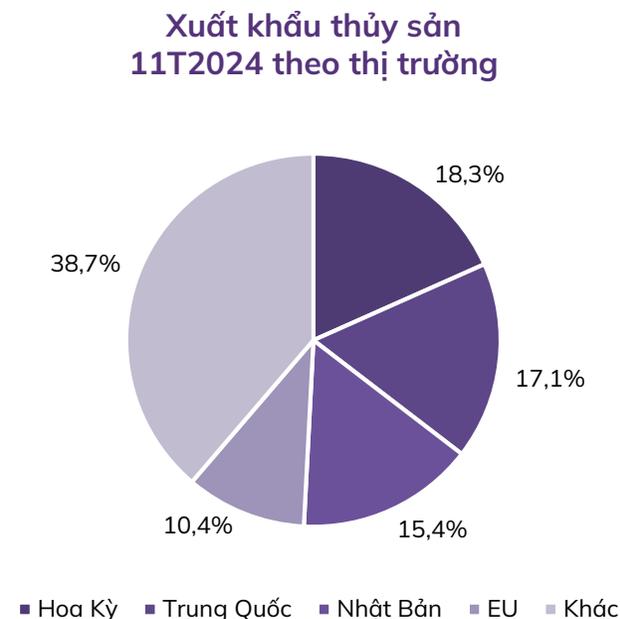
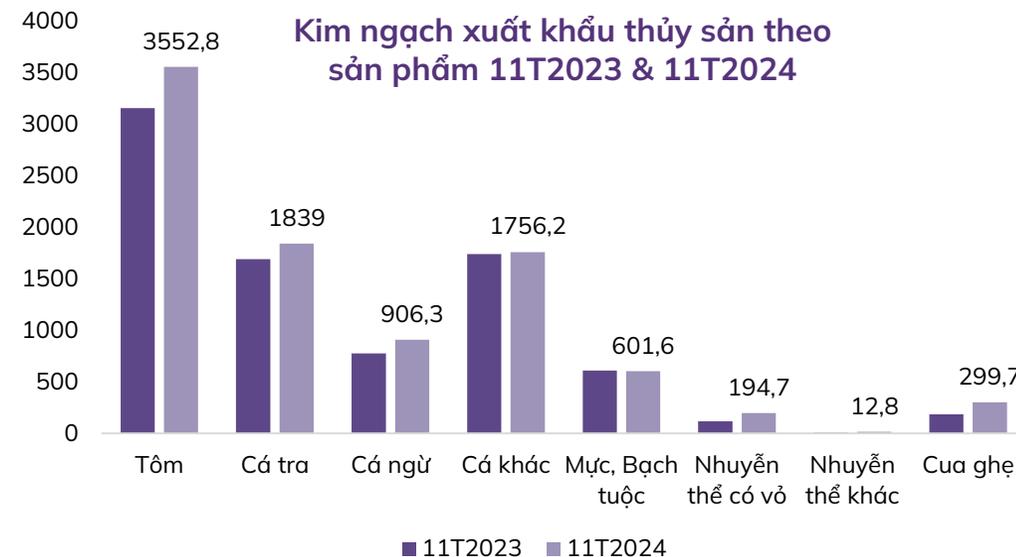


# XUẤT KHẨU THỦY SẢN TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

- Ngành thủy sản năm 2024 đã ghi nhận những dấu hiệu tích cực. Tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong 11 tháng đầu năm đạt gần 9,2 tỷ USD, tăng 11,5% so với năm trước. Trong đó, tôm vẫn duy trì đà tăng trưởng ấn tượng, đạt mức tăng 38,8% với kim ngạch xuất khẩu đạt gần 3.553 triệu USD. Theo sau là mặt hàng cá tra với doanh thu 1.839 triệu USD, tăng 20,1% svck. Xét theo thị trường, xuất khẩu hàng thủy sản trong 11T2024 sang thị trường chủ lực Hoa Kỳ đạt 1,68 tỷ USD, tăng 16,4%; Trung Quốc đạt 1,57 tỷ USD, tăng 26,4%; Nhật Bản đạt 1,41 tỷ USD, tăng 1,4%; EU đạt 957 triệu USD, tăng 10,4% so với cùng kỳ năm trước.
- Theo VASEP, kim ngạch xuất khẩu thủy sản năm 2024 dự kiến sẽ cán mức 10 tỷ USD. Trong đó mặt hàng tôm được dự báo sẽ cán mức 4 tỷ USD, cá tra đạt mốc 2 tỷ USD và cá ngừ đạt 1 tỷ USD.
- Bộ NN&PTNT dự tính kim ngạch xuất khẩu ngành thủy sản Việt Nam trong năm 2025 sẽ vượt mức của năm 2024 và tiến tới mục tiêu 11 tỷ USD, tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu sẽ trong khoảng 10-15%

**Chúng tôi cho rằng đánh giá của Bộ NN&PTNT là có cơ sở và kỳ vọng ngành thủy sản trong năm 2025 sẽ khả quan nhờ các yếu tố sau:**

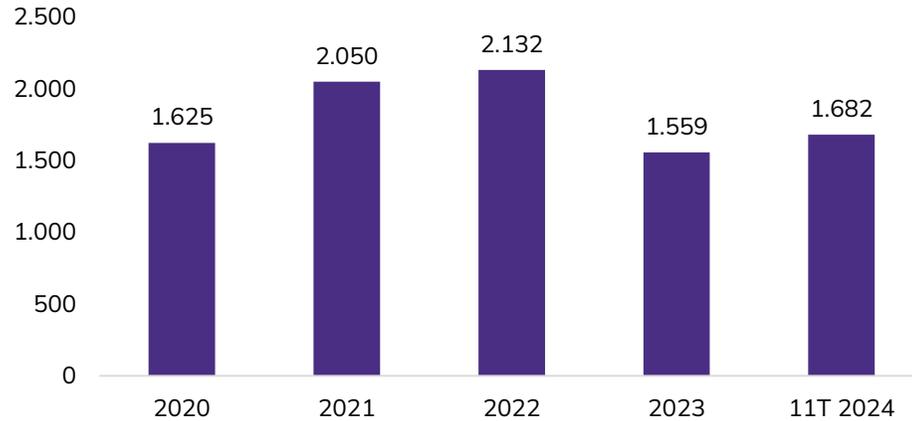
- Chính sách thuế của chính quyền tổng thống Trump dự tính áp lên Trung Quốc là cao hơn rất nhiều so với Việt Nam, và ngành thủy sản sẽ được hưởng lợi từ chính sách này.
- Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện Việt Nam-UAE (CEPA) được ký kết trong năm 2024 sẽ tạo cơ hội cho thủy sản xuất khẩu vào thị trường này.
- Mức thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá cho mặt hàng tôm và cá tra là thấp hơn so với các nước khác.



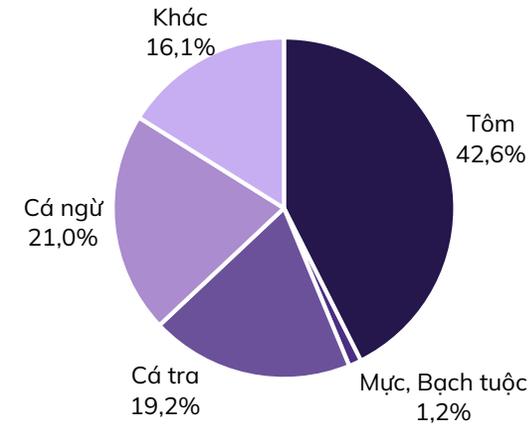
Tính đến cuối tháng 11 năm 2024, kim ngạch xuất khẩu vào thị trường Mỹ đạt 1,68 tỷ USD, tăng 14,6% so với cùng kỳ và là thị trường lớn nhất của thủy sản xuất khẩu Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu thủy sản vào Mỹ sẽ bùng nổ trong năm 2025 nhờ các yếu tố sau:

- **Nền kinh tế Mỹ kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng dưới thời tổng thống Trump.** Goldman Sachs cho rằng nền kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng vượt mong đợi của các nhà kinh tế trong năm 2025, dự báo GDP cả năm tăng trưởng 2,5%. Những lo ngại suy thoái đã không còn, lạm phát có xu hướng quay trở lại mức 2% và thị trường lao động đã cân bằng trở lại.
- **Chính sách thuế quan mới của Mỹ kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích nhiều hơn cho thủy sản Việt Nam.** Chính quyền tổng thống Trump dự kiến áp thuế 25% cho Canada, Mexico và thêm 10% cho thị trường Trung Quốc (dự kiến lên tới 60%). Với việc Canada và Trung Quốc là một trong những nhà xuất khẩu thủy sản hàng đầu sang thị trường Mỹ, việc áp thuế này sẽ có lợi cho thủy sản Việt Nam khi chúng ta có lợi thế về giá.
- **Kết quả sơ bộ của POR20 tích cực đối với xuất khẩu cá tra.** Bộ Thương mại Mỹ đã kết luận sơ bộ về việc các nhà xuất khẩu phi lê cá tra Việt Nam vào thị trường Mỹ không có hành vi bán phá giá và do vậy không phải chịu bất kỳ khoản thuế chống bán phá giá nào. Đây là kết quả rất tích cực khi cả 8 doanh nghiệp Việt Nam đều được nhận mức thuế chống bán phá giá 0USD/kg, giảm so với mức thuế của POR19 là 0-0,18USD/kg.
- **Ngành tôm Việt Nam có kết quả tích cực hơn Ấn Độ, Ecuador trong công bố của Bộ thương mại Mỹ về thuế chống trợ cấp (CVD) với tôm nước ấm đông lạnh.** Theo đó, tôm Việt Nam chịu mức thuế CVD là 2,84%; tôm Ấn Độ là 5,77%; tôm Ecuador là 3,78%. Tôm của Việt Nam tại thị trường Mỹ lâu nay chịu sự cạnh tranh lớn từ tôm giá rẻ của Ấn Độ và Ecuador, mức thuế này kỳ vọng sẽ đẩy giá tôm của Ấn Độ và Ecuador cao lên khiến tôm của họ trở nên kém hấp dẫn hơn tại thị trường này.
- **Hưởng lợi khi nguồn cung cá rô phi từ Trung Quốc vào thị trường Mỹ giảm.** Nguồn cung cá rô phi từ thị trường Trung Quốc dự kiến sụt giảm khi các hộ dân vẫn thận trọng trong việc thả cá mới do lợi nhuận không đạt kỳ vọng, do vậy khả năng giá cá rô phi sẽ tăng cao, khi đó cá tra Việt Nam có khả năng sẽ là nguồn thay thế tiềm năng.

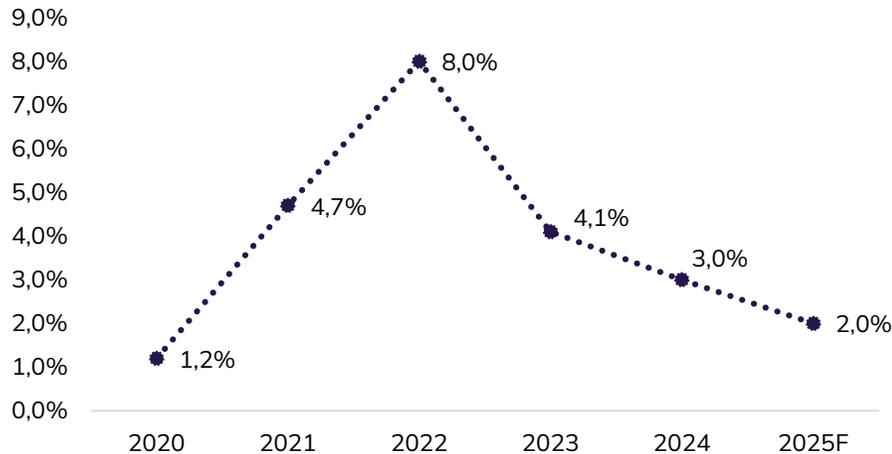
**Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang Mỹ giai đoạn 2020 - 11T2024 (triệu USD)**



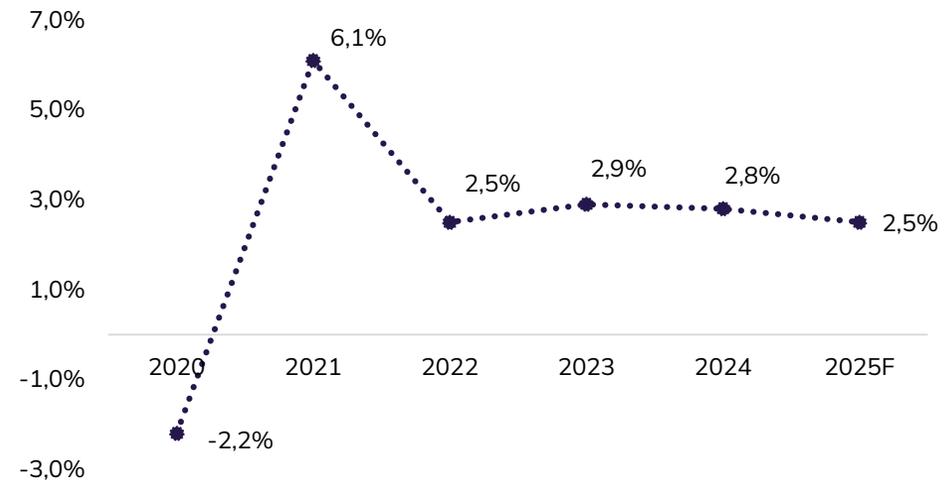
**Cơ cấu thủy sản Việt Nam xuất khẩu vào thị trường Mỹ 10T2024**



**Tỷ lệ lạm phát của Mỹ giai đoạn 2020-2025F**



**Tăng trưởng GDP Mỹ giai đoạn 2020-2025F**

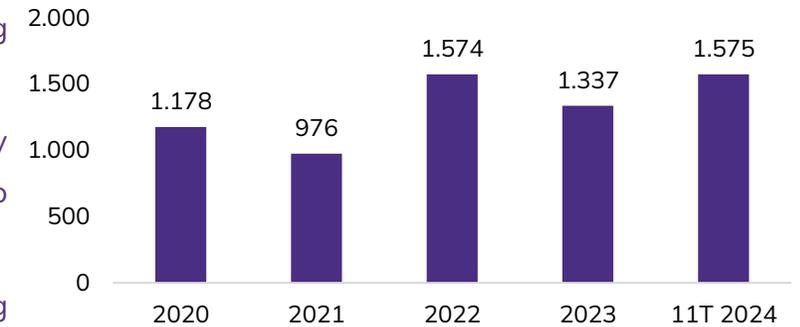


## THỊ TRƯỜNG TRUNG QUỐC – NHIỀU THÁCH THỨC

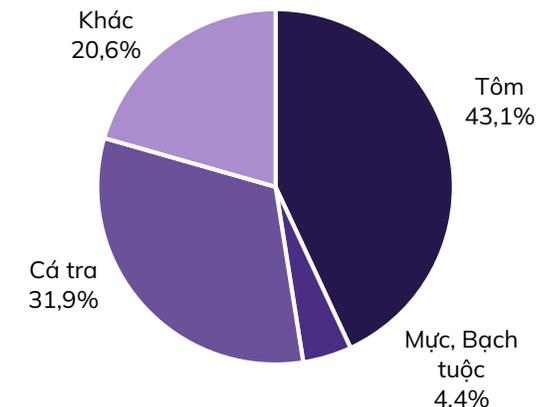
Kim ngạch xuất khẩu thủy sản vào thị trường Trung Quốc 11T2024 đạt 1,57 tỷ USD. Nếu tính cả thị trường Hồng Kông thì kim ngạch xuất khẩu vào khu vực Trung Quốc – Hồng Kông đã vượt lên dẫn đầu trong các thị trường nhập khẩu thủy sản Việt Nam, với mức tăng trưởng 61% trong tháng 11, nâng tổng kim ngạch lũy kế lên hơn 1,7 tỷ USD, tăng 19% so với cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu thủy sản vào thị trường Trung Quốc năm 2024 khởi sắc tuy nhiên chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ khó khăn hơn nhiều do những ảnh hưởng của chính sách thuế của Mỹ đối với Trung Quốc.

- **Goldman Sachs dự báo kinh tế Trung Quốc sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2025.** Những cố gắng thúc đẩy nền kinh tế của chính phủ Trung Quốc có khả năng cao sẽ bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế từ Mỹ và dự báo tăng trưởng GDP của Trung Quốc sẽ giảm còn 4,5% trong năm 2025 (so với mức dự báo 4,9% của năm 2024).
- **Việc Mỹ đánh thuế cao hơn với thủy sản Trung Quốc** sẽ khiến xuất khẩu của Trung Quốc bị ảnh hưởng, và lượng hàng không xuất khẩu sẽ tràn trở lại vào thị trường nội địa khiến nguồn cung nội địa tăng cao và giá giảm. Thậm chí có những lo ngại về việc thủy sản Trung Quốc tràn sang thị trường Việt Nam và ảnh hưởng đến nhu cầu thủy sản nội địa.
- **Hành vi người tiêu dùng đang thay đổi.** Nhu cầu tiêu dùng ở Trung Quốc chuyển sang các mặt hàng tươi sống thay vì đông lạnh, vì vậy các mặt hàng tươi sống sẽ có nhiều tiềm năng, trong khi mặt hàng đông lạnh sẽ bị co hẹp và cạnh tranh gay gắt. Theo VASEP, mặt hàng tôm hùm đã cho những tín hiệu tích cực khi doanh số tăng vọt từ 46,6 triệu USD nửa đầu năm 2023 lên 126,7 triệu USD trong nửa đầu năm 2024, tăng 171%. Trong đó, 98% doanh số là từ sản phẩm tôm hùm đá sống (tôm hùm xanh) và thị trường trụ cột là Trung Quốc. Ngoài ra, xuất khẩu cua ghe cũng bứt phá mạnh, tăng 75% đạt 125 triệu USD. Riêng sản phẩm cua sống xuất khẩu mang về doanh số 54 triệu USD, tăng gấp gần 8 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Trung Quốc là thị trường tiêu thụ chính sản phẩm cua sống của Việt Nam. Đây là mặt hàng tiềm năng cho các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam khai thác ở thị trường Trung Quốc trong năm 2025.

**Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc giai đoạn 2020 - 11T2024 (triệu USD)**



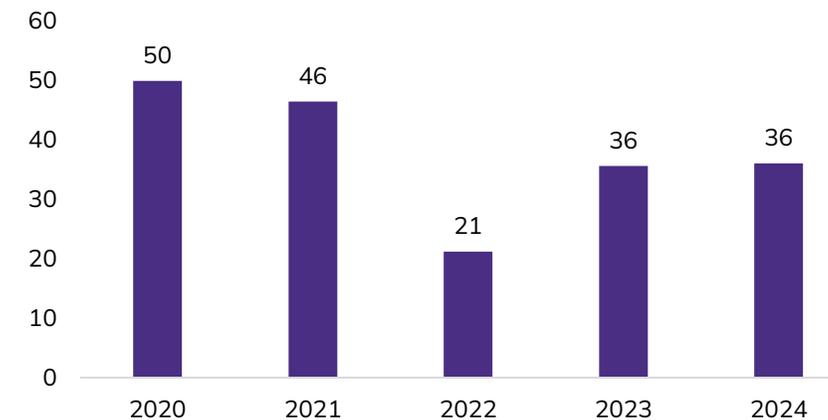
**Cơ cấu thủy sản Việt Nam xuất khẩu vào thị trường Trung Quốc 10T2024**



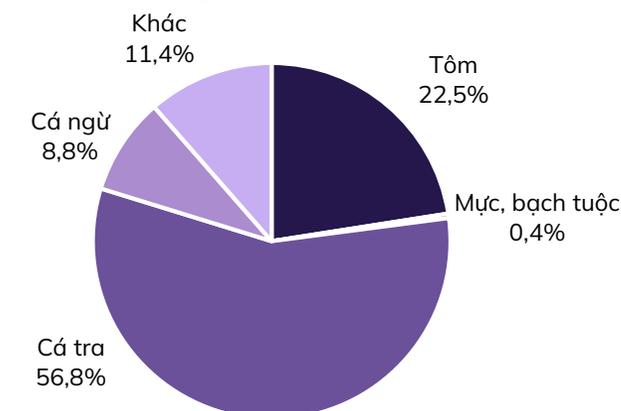
Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang UAE 10T2024 đạt 36 triệu USD, tương đương mức kim ngạch của cả năm 2023. Tuy quy mô xuất khẩu vào thị trường này còn nhỏ, chúng tôi cho rằng tiềm năng cho các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam ở thị trường này vẫn còn rất nhiều, đặc biệt khi hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện Việt Nam-UAE (CEPA) đã được ký kết vào tháng 10/2024 kỳ vọng sẽ mở đường cho thủy sản Việt Nam vào UAE, đặc biệt là các sản phẩm tôm và cá.

- **GDP của UAE dự kiến tăng trưởng ổn định ở mức 4% vào năm 2024 và đạt 5,1% vào năm 2025**  
Theo dự báo mới nhất từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), mặc dù khu vực Trung Đông và Trung Á chỉ được dự báo tăng trưởng trưởng lần lượt 2,4% và 3,9% vào các năm 2024 và 2025, UAE vẫn vượt trội nhờ nền kinh tế phi dầu mỏ đang phát triển mạnh và chính sách công hiệu quả.
- **Mức tiêu thụ thủy sản bình quân đầu người của UAE cao hơn mức trung bình của thế giới** với 90% lượng thủy sản tiêu thụ đến từ việc nhập khẩu. UAE nhập khẩu khoảng 250 nghìn tấn thủy sản/năm, trị giá 750 - 800 triệu USD, trong đó thị phần của Việt Nam mới chỉ dao động từ 6% -9% với mặt hàng chính là cá tra phile đông lạnh. Đây là thị trường tốt để thủy sản Việt Nam khai thác phát triển trong thời gian tới.
- **UAE cam kết xóa bỏ thuế quan ngay khi Hiệp định CEPA có hiệu lực** đối với nhiều ngành hàng chủ lực và có tiềm năng xuất khẩu lớn của Việt Nam. Hiện các sản phẩm cá tra, cá ngừ và cá biển khác nhập khẩu vào UAE đang bị áp mức thuế 5%. Chúng tôi cho rằng hiệp định CEPA sẽ là cú hích cho xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang thị trường này khi mức thuế giảm về 0%.

**Kim ngạch xuất khẩu thủy sản sang UAE giai đoạn 2020 - 10T2024 (triệu USD)**



**Cơ cấu thủy sản Việt Nam xuất khẩu vào thị trường UAE 10T2024**

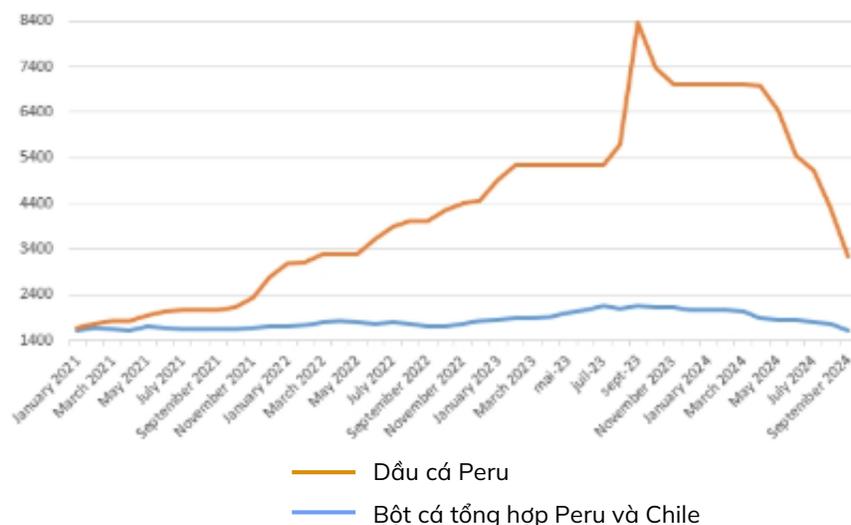


# GIÁ THỨC ĂN CHĂN NUÔI THỦY SẢN CÓ XU HƯỚNG GIẢM

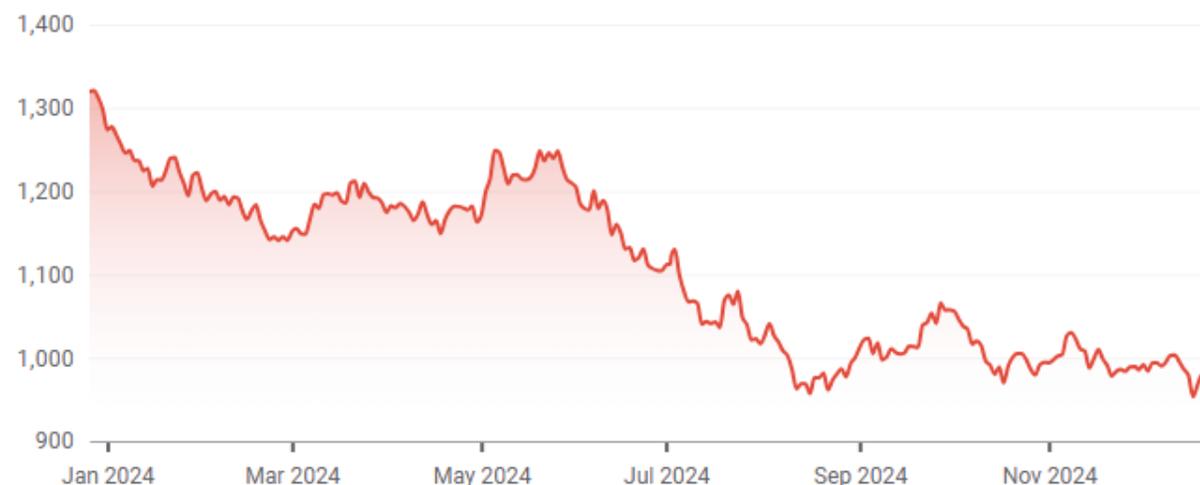
Chúng tôi kỳ vọng giá thức ăn chăn nuôi thủy sản sẽ giảm trong năm 2025 nhờ giá các nguyên liệu đầu vào giảm, góp phần cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp thủy sản.

- **Giá bột cá và dầu cá giảm nhờ nguồn cung tăng mạnh.** Theo dữ liệu của IFFO, giá bột cá và dầu cá được sản xuất từ cá cơm Peru đã giảm mạnh trong năm nay do sản lượng đánh bắt cá cơm lớn. Trong đó, giá bột cá siêu hảo hạng tổng hợp Peru và Chile (FOB) tháng 9/2024 được ghi nhận ở mức 1.611 đô la Mỹ/tấn, giảm 25,3% so với cùng kỳ năm trước, giá dầu cá thức ăn chăn nuôi Peru (FOB) tháng 9/2024 được giao dịch ở mức 3.230 đô la Mỹ/tấn, giảm 61,4% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, dự báo mùa khai thác cá cơm thứ hai vào cuối năm 2024 tại Peru cũng rất tích cực, kỳ vọng giá bột cá và dầu cá sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.
- **Nguồn cung đậu nành dự kiến dồi dào trong năm 2025.** Theo dự báo mới nhất của FAO ngày 8/11/2024, sản lượng đậu nành niên vụ 2024/25 tăng mạnh so với niên vụ 2023/2024 do kỳ vọng về sản lượng kỷ lục sau khi điều kiện thời tiết được cải thiện ở Nam Mỹ trong khi đó, dự báo tiêu thụ đậu nành niên vụ 2024/25 tăng tuy nhiên vẫn thấp hơn đà tăng của sản lượng sản xuất, kỳ vọng giá đậu nành cũng sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Giá FOB bột cá và dầu cá (USD/tấn)



Giá hợp đồng tương lai đậu nành (USD/bushel)



# ➤ CUNG NGUYÊN LIỆU KHAN HIẾM VÀ CHI PHÍ VẬN CHUYỂN NEO CAO

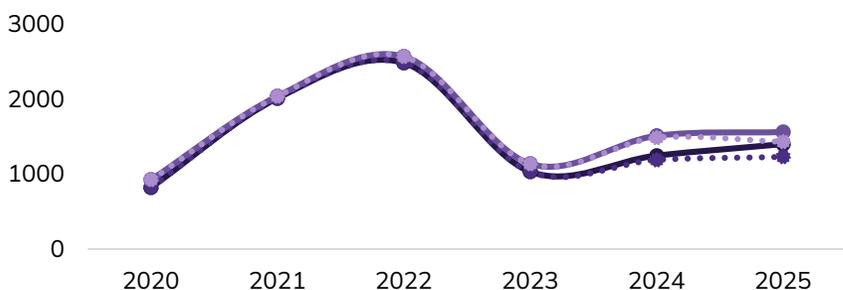
Chúng tôi cho rằng ngành thủy sản năm 2025 sẽ vẫn phải đối mặt với một số thách thức như nguồn cung cá, tôm khan hiếm, đẩy giá tăng lên trong khi chi phí vận chuyển tiếp tục ở mức cao.

➤ **Cá tra:** Theo Agromonitor, hiện giá cá tra nguyên liệu đã tăng, trong khi đó giá cá tra giống tại ĐBSCL cũng liên tục tăng do thời tiết lạnh, cá giống khan hiếm, cá bột suy giảm, sản lượng dự báo khan hiếm trong giai đoạn sắp tới. Kỳ vọng nguồn cung và giá cá tra nguyên liệu sẽ chưa thể giảm trong thời gian tới.

➤ **Tôm:** Kỳ vọng thiếu tôm nguyên liệu do giá tôm giảm mạnh kéo dài, cùng đó là dịch bệnh và thời tiết diễn biến khó lường nên nhiều hộ dân đã tạm ngưng thả nuôi vụ mới. Giá tôm xuất khẩu vẫn chưa được cải thiện nhiều so với kỳ vọng, nhưng các hợp đồng xuất khẩu vẫn tiếp tục được ký kết nên cạnh tranh tôm nguyên liệu tới đây sẽ càng trở nên gay gắt, giá tôm nhiều khả năng sẽ tiếp tục được đẩy lên mức cao hơn nhiều so với hiện tại.

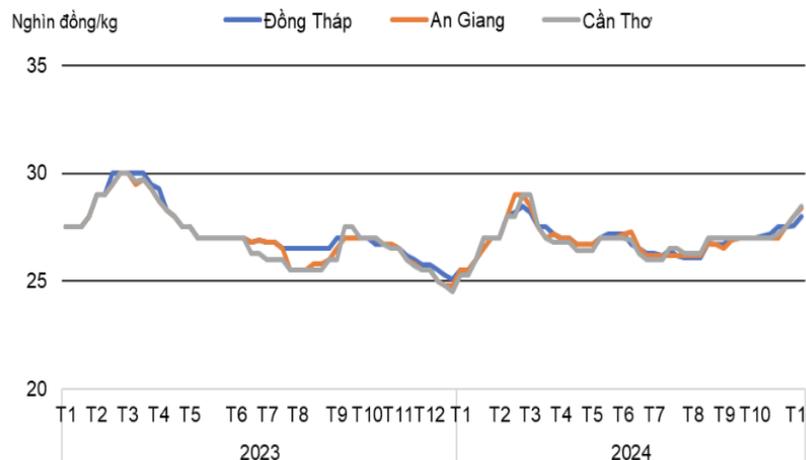
➤ **Chi phí vận chuyển có khả năng vẫn đi ngang ở mức cao trong năm 2025.** Chi phí vận chuyển trong năm 2024 duy trì ở mức cao, bào mòn lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản. Hiện nay, tuy một số cuộc xung đột đã có dấu hiệu hạ nhiệt, cước vận tải container trong năm 2025 được cho rằng sẽ vẫn neo ở mức cao. Do vậy các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sẽ tiếp tục phải chịu chi phí vận chuyển cao tương đương năm 2024.

**Cước vận tải container (USD/container 40ft)**



- Tuyến bờ Đông sang bờ Tây (bao gồm đỉnh công)
- Tuyến bờ Đông sang bờ Tây (không bao gồm đỉnh công)
- Toàn cầu (bao gồm đỉnh công)
- Toàn cầu (không bao gồm đỉnh công)

**Giá cá tra nguyên liệu size 0,8-1,1kg/con tại ĐBSCL**



**Giá tôm thẻ nguyên liệu tại ĐBSCL (Nghìn đồng /kg)**



### Khuyến nghị:

- Chúng tôi khuyến nghị các công ty đầu ngành và có tỷ trọng xuất khẩu vào thị trường Mỹ cao, có khả năng tự chủ nguyên vật liệu đầu vào cao.
- Các công ty có nguồn lực tài chính tốt, tỷ lệ nợ vay thấp.
- Phương pháp định giá: dựa trên P/E và P/B.

Chỉ tiêu	VHC		
	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	10.033	12.153	13.500
<b>%YoY</b>	(24,2%)	21,1%	11,0%
<b>LNG</b>	1.493	1.714	2.160
<b>Biên LNG (%)</b>	14,9%	14,1%	16,0%
<b>LNST Công ty mẹ</b>	919	1.140	1.266
<b>%YoY</b>	(53,5%)	24,0%	11,0%
<b>EPS (đ/cp)</b>	4.914	5.079	5.640
<b>BVPS (đ/cp)</b>	44.629	38.267	41.907
<b>Nợ/VCSH (lần)</b>	0,26	0,26	0,24
<b>ROA (%)</b>	7,8%	10,0%	10,5%
<b>ROE (%)</b>	11,6%	13,9%	14,4%

CÔNG TY CỔ PHẦN VĨNH HOÀN (VHC – HOSE) - KHẢ QUAN

GIÁ TẠI 29/11/2024: 72.800 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 81.000 VNĐ/cp (+11,3%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Trong Q3/2024, VHC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tích cực svck.** Doanh thu thuần Q3/2024 đạt 3.278 tỷ đồng (+21,5% svck). Đây là mức doanh thu cao nhất kể từ Q3/2022. Lũy kế 9T2024, doanh thu thuần của VHC đạt 9.329 tỷ đồng (+22,1% svck). Tuy nhiên chi phí vận chuyển tăng mạnh cùng với giá cá tra đầu năm thấp khiến LNST cổ đông công ty mẹ 9T2024 đạt 808 tỷ đồng (-4,8 % svck). Với kết quả này, VHC đã đạt 81% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận theo kịch bản cao.
- **Tình hình tài chính lành mạnh:** lượng tiền dồi dào - tiền và tiền gửi ngắn hạn đạt 2.717 tỷ đồng (+25,6% sv đầu năm), chiếm 21,7% tổng tài sản, tỷ lệ vay nợ thấp với D/E ở mức an toàn 0,25 lần tại thời điểm cuối Q3/2024, chia cổ tức đều đặn 20% hàng năm.

**Với việc 47% thị phần cá tra fillet đông lạnh của Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ là của VHC và thị trường Mỹ chiếm đến trên 40% doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp này, chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng tích cực của Mỹ sẽ là động lực chính đối với VHC trong năm 2025.**

- Chính sách thuế quan của Mỹ đối với Trung Quốc cùng với việc được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0USD/kg sẽ khiến VHC được hưởng lợi khi cạnh tranh thị phần với cá tra và cá rô phi Trung Quốc tại Mỹ.
- Hiện nay Vĩnh Hoàn đang tự chủ khoảng 70% nguồn nguyên liệu và công ty dự kiến tiếp tục mở rộng vùng nuôi. Với tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu cá lớn, VHC sẽ ít bị ảnh hưởng bởi nguồn cung cá nguyên liệu giảm.
- Biên lợi nhuận dự kiến cải thiện nhờ chi phí thức ăn có khả năng tiếp tục ở mức thấp trong thời gian tới nhờ giá các nguyên liệu đầu vào đã giảm.

### RỦI RO

- Rủi ro nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ không được như kỳ vọng.
- Rủi bị cạnh tranh bởi các sản phẩm cá của Trung Quốc ở các thị trường ngoài Mỹ.
- Rủi ro giá cá tra giảm.



# NGÀNH DỆT MAY

Cơ hội mới, thách thức mới

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



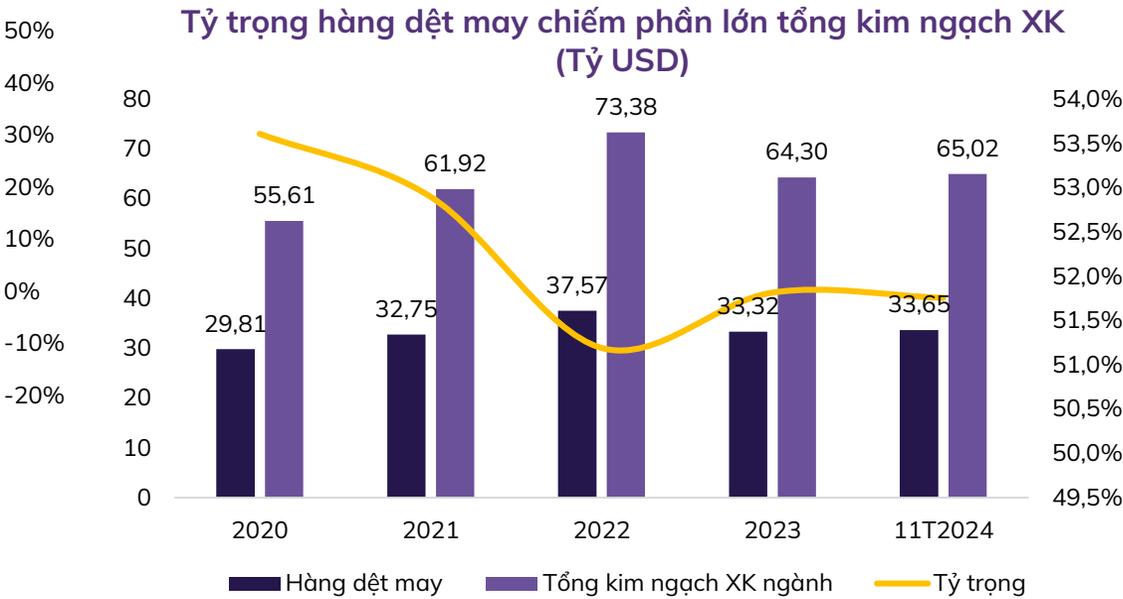
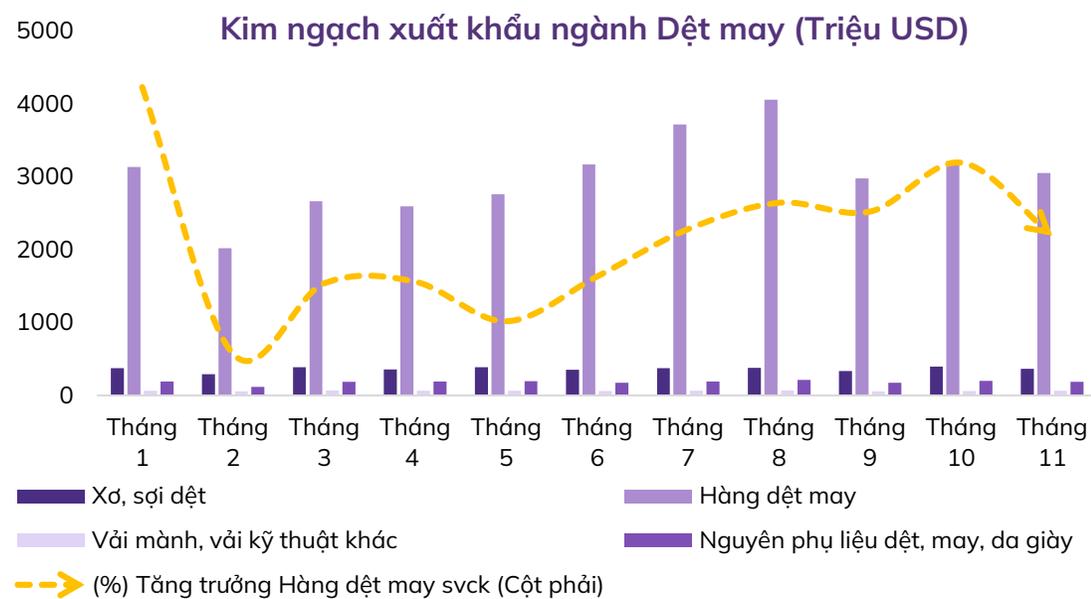
Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



- Số liệu kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may những tháng cuối năm 2024 càng hứa hẹn về triển vọng tích cực của bức tranh ngành Dệt may năm 2025. Theo Cục hải quan Việt Nam, tổng kim ngạch xuất khẩu của ngành Dệt may trong 11T2024 đạt 65 tỷ USD (+10,9% svck) ghi nhận tăng ở hầu hết các nhóm hàng, trong đó hàng dệt may (chiếm 51,7% tỷ trọng) đạt mức 33,65 tỷ USD (+10,6% svck). Mặt hàng này liên tục tăng trưởng qua các tháng trong năm 2024, tuy đã tăng có phần chậm lại ở cuối năm do hầu hết các nhà nhập khẩu đã nhập đủ cho nhu cầu mua sắm dịp cuối năm nhưng con số hiện đã vượt số của cả năm 2023. Với kết quả đạt được, chúng tôi nhận định tốc độ tăng trưởng từ xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam cũng như của toàn ngành cải thiện đáng kể và hoàn toàn có khả năng tiếp diễn năm tới. Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (Vitas), hiệp hội tiếp tục đặt mục tiêu mới cho toàn ngành vào năm 2025 ở mức 47 – 48 tỷ USD (+7,9% so với 2024).
- Về thị trường xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ tiếp tục là thị trường xuất khẩu đem lại nguồn thu chính cho ngành Dệt may. Theo dự báo của Bộ công thương về tình hình xuất khẩu hàng dệt may sang Hoa Kỳ năm 2025, Việt Nam đứng trước cơ hội lớn khi **(i)** nắm giữ thị phần xuất khẩu thứ 2 tại Mỹ (khoảng 20%) chỉ sau Trung Quốc; **(ii)** có các thế mạnh riêng khi so sánh lợi thế cạnh tranh với các đối thủ khác như Bangladesh và Ấn Độ; **(iii)** Việt Nam hiện đang theo đuổi xu hướng bền vững, mục tiêu về kinh tế tuần hoàn – đang được các thị trường hàng đầu trên thế giới chú trọng; **(iv)** xu hướng chuyển dịch đơn hàng từ phía Trung Quốc khi Mỹ áp thuế lên tới 60% đối với thị trường này.

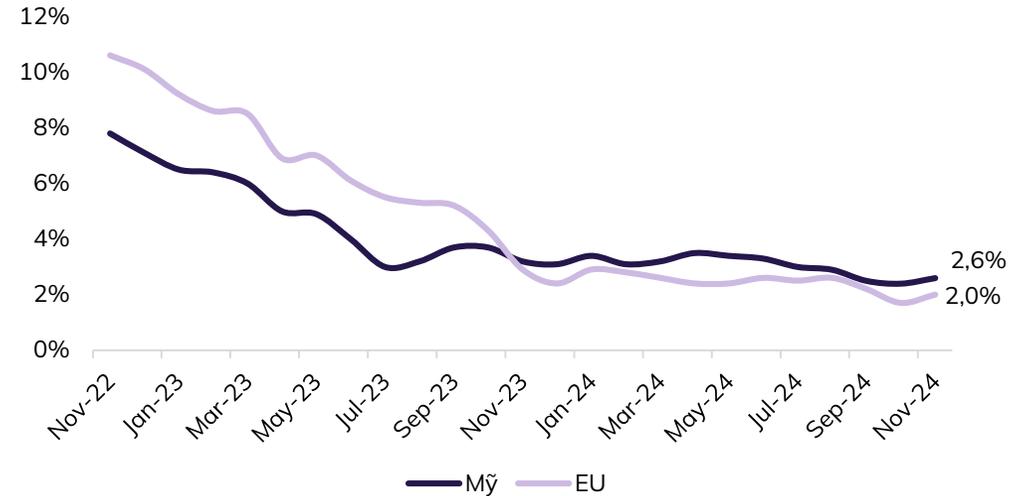


# THỊ TRƯỜNG MỸ - THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU CHỦ LỰC CỦA VIỆT NAM

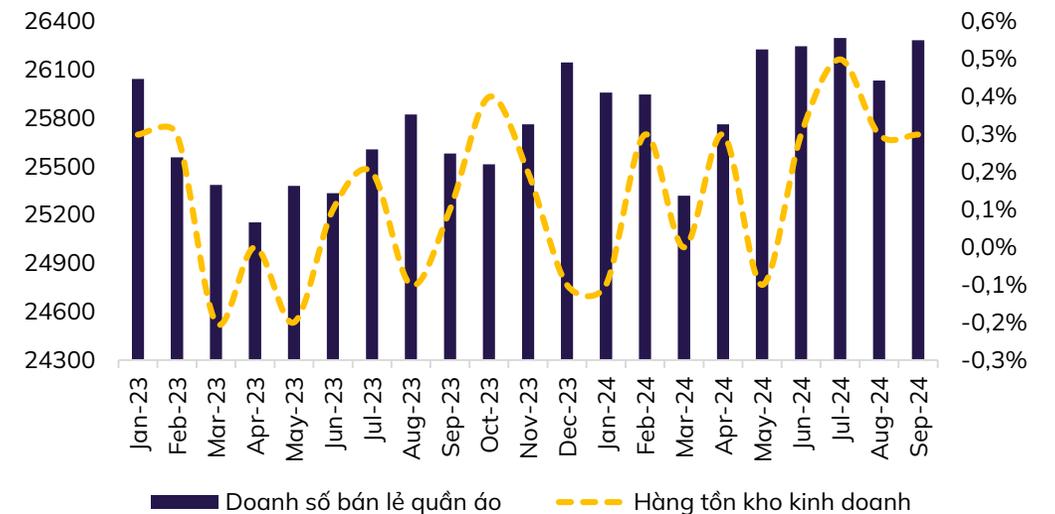
Theo Cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ lũy kế 11T2024 đạt 14,62 tỷ USD (chiếm 43,4% tỷ trọng hàng dệt may Việt Nam), tăng 11% so với cùng kỳ, xuất khẩu sang thị trường EU đạt 3,93 tỷ USD (+11% svck). Đây là hai thị trường xuất khẩu chủ chốt của ngành, trong đó thị trường Mỹ đóng góp hơn 40% tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu. Với những lợi thế sẵn có cùng các cơ hội mở mới, chúng tôi nhận định nhu cầu may mặc tại thị trường Mỹ hồi phục tốt hơn trong năm 2025 nhờ những yếu tố sau:

- **Lạm phát tại các thị trường xuất khẩu chính dần hạ nhiệt.** Động thái hạ lãi suất điều hành từ đầu năm 2024 của FED từ mức trên 5% xuống còn 2,6% vào tháng 11/2024 là nhờ vào những nỗ lực thông qua các chính sách kinh tế của chính phủ Mỹ. Bên cạnh đó, Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cũng kỳ vọng lạm phát ở Eurozone sẽ về mức ổn định 2% vào cuối năm 2025. Những động thái này sẽ tác động tích cực đến nền kinh tế hai nước, thúc đẩy phát triển nhu cầu của người tiêu dùng trong năm tới.
- **Lượng hàng tồn kho tại Mỹ duy trì ở mức thấp trong khi doanh số bán lẻ quần áo tại đây tiếp tục tăng trưởng.** Theo dữ liệu từ FRED, trong tháng 9/2024, doanh số bán lẻ các sản phẩm quần áo tại Mỹ tiếp tục tăng trưởng tháng thứ 6 liên tiếp với +2,7% svck, lũy kế 9T2024 tăng +1,8% svck. Cùng thời gian đó, mặc dù lượng hàng tồn kho có nhích nhẹ svck tuy nhiên vẫn đang duy trì ở mức thấp. Doanh số có xu hướng tăng mạnh vào quý cuối của năm do nhu cầu mua sắm của người dân tăng cao. Chúng tôi nhận định mặc dù xuất khẩu dệt may có tính chu kỳ tuy nhiên xu hướng của doanh thu bán lẻ quần áo tại Mỹ trong năm 2025 sẽ tiếp tục duy trì đà tăng khi nhu cầu hồi phục trở lại.

Chỉ số lạm phát tại các quốc gia (%)



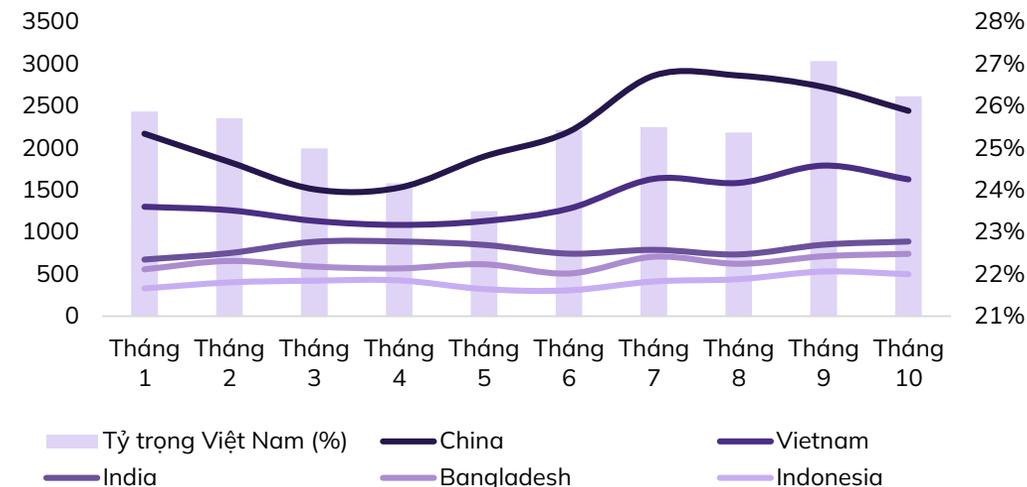
Doanh số bán lẻ quần áo và tỷ lệ hàng tồn kho bán lẻ tại Mỹ



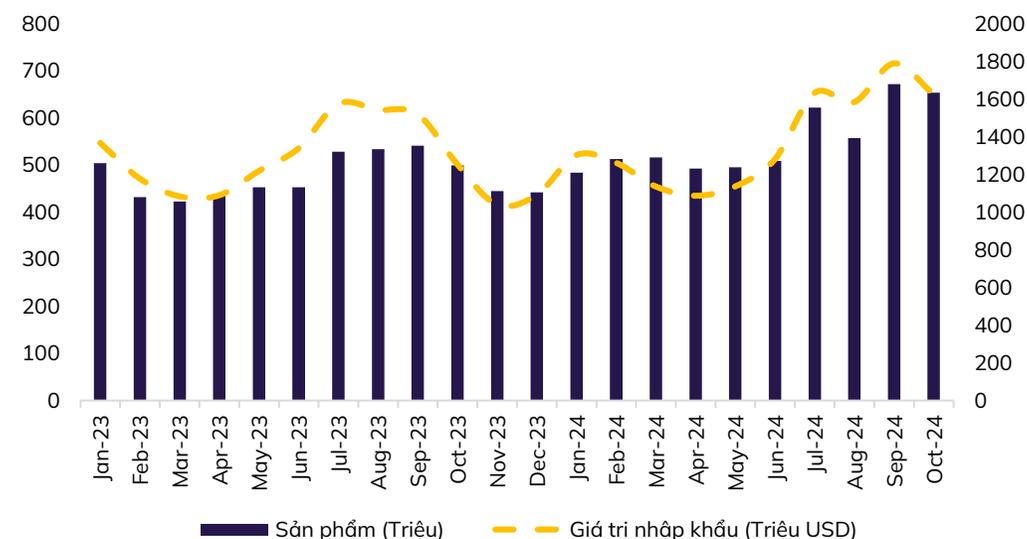
## ➤ Làn sóng dịch chuyển đơn hàng

- Tính đến tháng 10/2024, giá trị nhập khẩu hàng dệt may từ Việt Nam tại Mỹ đã tăng +29,7% svck lên mức 1,62 tỷ USD với sản lượng nhập khẩu là 654 triệu sản phẩm. Con số này tuy giảm so với tháng trước nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với 1 năm trở lại đây. Điều này chứng tỏ thị phần hàng dệt may của Việt Nam tại Mỹ đang gia tăng và trong tương lai sẽ còn tiếp tục do chủ nghĩa bảo hộ thương mại của Donal Trump có thể được thực thi trong năm 2025, đặc biệt áp lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc với chính sách thuế quan lên tới 60%. Việc này buộc Mỹ phải tiếp tục tìm kiếm hàng bổ sung và nguồn thay thế cho hàng hóa từ thị trường này, trong đó Việt Nam có lợi thế về thị phần xuất khẩu hàng dệt may đứng thứ 2 tại Mỹ (sau Trung Quốc) cùng với những lợi thế cạnh tranh khi thuộc khối các hiệp định thương mại tự do CPTPP, FTA,...
- Theo dữ liệu từ Otexa, giá trị nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ tập trung ở 5 nước đứng đầu gồm Trung Quốc, Việt Nam, Ấn Độ, Bangladesh và Indonesia trong đó Việt Nam luôn duy trì tỷ trọng xuất khẩu tại Mỹ là hơn 20%, thị phần đứng thứ 2 chỉ xếp sau Trung Quốc. Con số này cho thấy hàng dệt may của Việt Nam được Mỹ ưa chuộng bởi sự đa dạng trong sản phẩm xuất khẩu. Điều này càng củng cố thêm kỳ vọng của Việt Nam về thị trường chủ lực này.
- Làn sóng dịch chuyển đơn hàng đã thể hiện rõ rệt các lợi ích đối với doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam khi một phần doanh thu trong Q3/2024 đến từ các đơn hàng dịch chuyển tại Bangladesh do hàng loạt doanh nghiệp dệt may tại các nước này phải đóng cửa do khủng hoảng chính trị xảy ra.

### Giá trị nhập khẩu hàng dệt may tại Mỹ (Triệu USD)

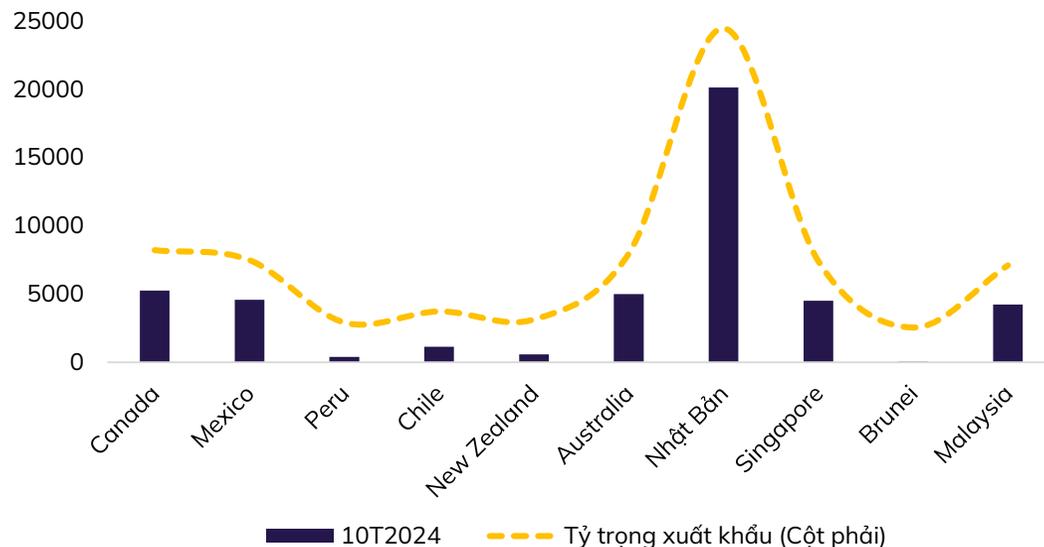


### Nhập khẩu hàng dệt may từ VN tại Mỹ (triệu USD)

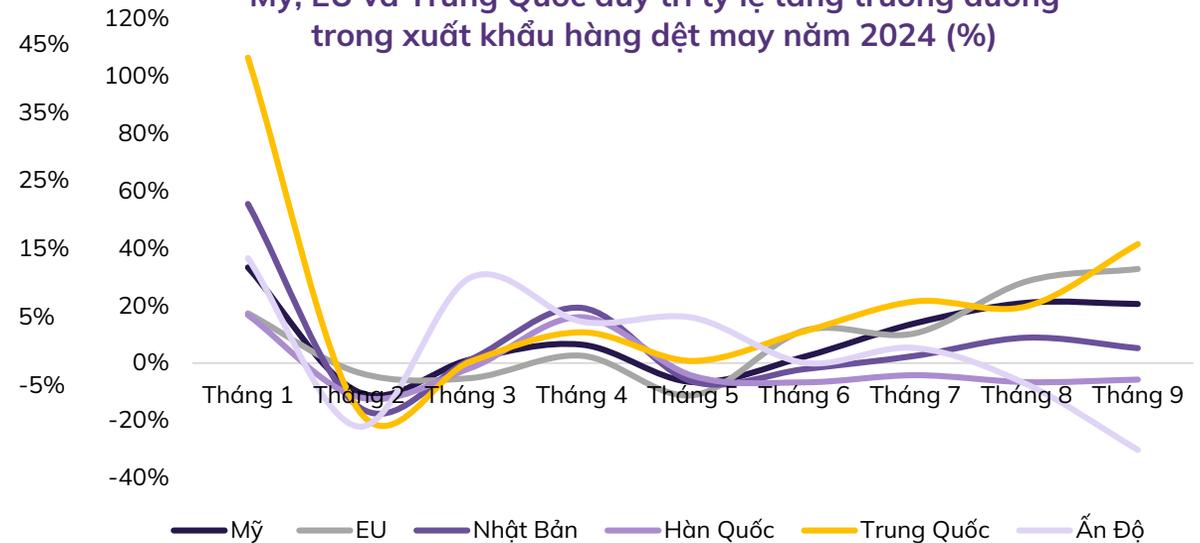


- Theo thống kê của Vitas, tỷ trọng xuất khẩu hàng dệt may sang các nước thuộc CPTPP là khoảng 16% trên tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may, trong đó tỷ trọng đóng góp từ Nhật Bản và Canada trong 10T2024 lần lượt là 11,5% và 3,2%. Bên cạnh đó, hiệp định UKVFTA cũng đem lại 622,8 triệu USD, đóng góp 2% kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam. Mặc dù tỷ lệ còn chưa cao tuy nhiên chúng tôi nhận định, việc thâm nhập vào các thị trường khó tính trong khối Hiệp định thương mại tự do là một bước đột phá, hứa hẹn giúp cho ngành nâng cao năng lực cạnh tranh, thu hút các đối tác nước ngoài có mong muốn tiếp cận đến thị trường mới.
- Hiện tại trong khối FTA, thị trường Mexico đã tăng thuế nhập khẩu đối với các nước không có Hiệp định thương mại tự do, do đó nhiều nhà nhập khẩu vào nước này đã chủ động đi tìm nguồn cung thay thế, trong đó Việt Nam cũng được các nước này xem xét. Ngoài ra, xuất khẩu sang UAE kỳ vọng sẽ tích cực hơn trong thời gian tới nhờ vào Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện Việt Nam – UAE (CEPA) được ký vào ngày 28/10/2024 vừa qua.
- Hiện nay có 17/19 Hiệp định thương mại tự do (FTA) thế hệ mới đã có hiệu lực. Trong đó những hiệp định này giúp ngành được hưởng lợi về thuế quan, cho phép nước ta tham gia mở rộng chuỗi cung ứng khu vực và toàn cầu như Anh, Nhật Bản, Australia,... Cùng với những lợi thế kể trên, chúng tôi kỳ vọng ngành dệt may Việt Nam sẽ nâng cao tỷ trọng xuất khẩu, tiếp cận các thị trường khó tính đòi hỏi yêu cầu về phát triển bền vững. Đặc biệt trong tháng 9/2024, thị trường đứng thứ 2 về xuất khẩu, đứng đầu về nhập khẩu tại Việt Nam là Trung Quốc cũng đã nộp đơn xin gia nhập CPTPP.

**Giá trị xuất khẩu tại các nước thuộc CPTPP**



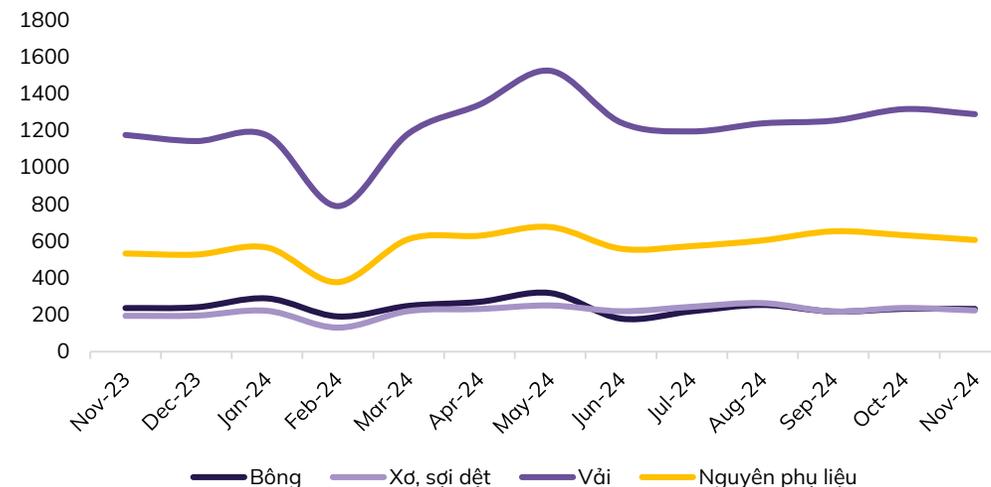
**Mỹ, EU và Trung Quốc duy trì tỷ lệ tăng trưởng dương trong xuất khẩu hàng dệt may năm 2024 (%)**



## THÁCH THỨC CỦA NGÀNH DỆT MAY

- **Phụ thuộc vào nguyên phụ liệu (NPL) nhập khẩu:** Trong 11T2024, tổng giá trị nhập khẩu nguyên vật liệu đạt 25,2 tỷ USD (+14,9% svck), tỷ trọng nhập khẩu các NPL đều tăng trưởng so với cùng kỳ trong đó thị trường nhập khẩu NPL chính của Việt Nam là Trung Quốc. Chúng tôi lưu ý đây sẽ là rào cản lớn cho các cơ hội hiện có của ngành dệt may.
- **Giám sát chặt chẽ về nguồn gốc xuất xứ.** Các quốc gia thuộc Hiệp định thương mại tự do đều là những thị trường khó tính, áp dụng quy tắc yarn-forward (yêu cầu tỷ trọng nội địa từ nguyên liệu sợi trở đi) trong khi đó các nguyên phụ liệu may của Việt Nam hầu hết đều đến từ nguồn nhập khẩu. Đặc biệt trong thời gian tới khi Mỹ - thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam – sẽ áp thuế lên các mặt hàng có nguồn nhập khẩu từ Trung Quốc.
- **Yêu cầu khắt khe từ các nước thuộc Hiệp định thương mại tự do.** Đứng trước cơ hội lớn, tuy nhiên Việt Nam vẫn có những hạn chế khi chưa đáp ứng được 100% các yêu cầu khắt khe từ xu hướng phát triển bền vững, xanh hóa ngành dệt may trong khi nhu cầu của người tiêu dùng chưa đáp ứng, chi phí sản xuất cao.
- **Cạnh tranh với các quốc gia cùng ngành.** Doanh nghiệp dệt may Việt Nam hiện phải cạnh tranh với những đối thủ khác như Trung Quốc – dẫn đầu về sản xuất sợi và vải, có lợi thế lớn về nguồn lực lao động với chi phí thấp, trung tâm chuỗi cung ứng toàn cầu, Bangladesh – chi phí nhân công rẻ, chính sách hỗ trợ từ chính phủ về ưu đãi thuế suất, kết nối với các đối tác lớn tại EU như HM, Zara,..., Ấn Độ - tự cung các loại vải, sợi tự nhiên, bông...Điều này thúc đẩy các doanh nghiệp Việt Nam cần phải nỗ lực hơn trong việc đẩy mạnh đầu tư, hoàn thiện chuỗi cung ứng sản xuất.
- **Gián đoạn nguồn cung do chiến tranh trên thế giới.** Đây cũng là một thách thức của ngành nếu chiến tranh nổ ra, kéo theo chi phí vận chuyển gia tăng, điều này gây ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp xuất khẩu. Ngoài ra việc đứt gãy chuỗi cung ứng cũng khiến hàng hóa bị ứ đọng, khiến giá cả leo thang, gây ra tình trạng lạm phát.

Tình hình nhập khẩu NPL của Việt Nam (Triệu USD)



Thị trường NK 11T2024	Toàn ngành (Tỷ USD)	Tăng trưởng (%YoY)	Bông	Xơ, sợi dệt	Vải	NPL
Trung Quốc	14.19	22.1%	137.3%	31.1%	19.9%	24.2%
Hàn Quốc	1.94	-1.6%	-71%	-1.2%	-0.6%	-4.1%
Đài Loan	1.91	7%	20.9%	2.1%	9.9%	-0.7%
Asean	1.15	10.3%	52.2%	10.1%	3.4%	18%
Mỹ	1.12	-9.3%	-26.1%	N/A	21.8%	33.5%
Brazil	1.00	127%	137.7%	N/A	N/A	72.6%
Nhật Bản	0.91	1.63%	N/A	13.4%	-1.9%	8.5%
Australia	0.62	-32.4%	-32.8%	N/A	N/A	-7.7%
Khác	2.35	16.2%	17.4%	35.1%	10.5%	14.7%
<b>Tổng cộng</b>	<b>25.19</b>	<b>14.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>24%</b>	<b>14.3%</b>	<b>18.8%</b>

Nguồn: Cục hải quan Việt Nam, ABS Research

**Khuyến nghị:** Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dựa trên các tiêu chí

- Các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu sang các thị trường lớn như Mỹ và EU cao và các doanh nghiệp chú trọng đầu tư thêm vào nhà máy nhằm mở rộng công suất, dự kiến sẽ được đưa vào vận hành trong năm 2025.
- Giá mục tiêu: dựa trên phương pháp P/E và P/B

Chỉ tiêu	MSH			TNG		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	4.542	4.877	5.222	7.095	7.884	8.830
<b>%YoY</b>	-17,7%	7,4%	7,1%	4,7%	11,1%	11,9%
<b>LNG</b>	564	719	822	980	1.176	1.352
<b>Biên LNG (%)</b>	12,4%	14,7%	15,7%	13,8%	14,9%	15,3%
<b>LNST Công ty mẹ</b>	245	360	403	218	322	372
<b>%YoY</b>	-34,7%	46,9%	12%	-25,7%	47,7%	11,5%
<b>EPS (đ/cp)</b>	3.010	4.799	5.372	1.917	2.626	3.034
<b>BVPS (đ/cp)</b>	21.948	24.746	25.785	15.170	15.873	17.373
<b>Nợ/VCSH (lần)</b>	0,91	0,94	0,97	1,82	1,74	1,71
<b>ROA (%)</b>	7,3%	9,9%	10,5%	4,1%	5,6%	5,9%
<b>ROE (%)</b>	15%	19,4%	20,8%	12,9%	16,5%	17,5%

### CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH - HOSE) – MUA

Giá TẠI 29/11/2024: 49.200 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 63.500 VNĐ/cp (+29%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kết thúc Q3/2024, MSH ghi nhận doanh thu cao kỷ lục, đạt 1.748,5 tỷ đồng (+45% svck) do công ty ký được đơn hàng mới và một số đơn hàng sản xuất trong Q2/2024 được ghi nhận vào đầu tháng 7 khiến doanh thu tăng vọt. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 130 tỷ đồng (+154,2% svck). Kết quả ấn tượng này nhờ mức nền thấp của năm 2023 cũng như sự phục hồi đáng kể của ngành dệt may nói chung trong nửa cuối năm 2024. Sức khỏe tài chính của MSH khá lành mạnh, lượng tiền và tương đương tiền dồi dào, chiếm 36% TTS, dòng tiền CFO duy trì dương qua các năm, nợ vay chiếm 30,8% tổng nguồn vốn nhằm tài trợ cho các dự án nhà máy mới, tỷ lệ D/E vẫn ở trong mức an toàn là 0,63 lần.
- Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của MSH sẽ duy trì tăng trong 2025 do nhu cầu từ thị trường Mỹ (thị trường chính của MSH, chiếm 95% doanh thu xuất khẩu) hồi phục trở lại, trong đó kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may sang thị trường này đang trên đà hồi phục tiếp diễn; chúng tôi kỳ vọng câu chuyện về dịch chuyển đơn hàng từ Mỹ sẽ giúp MSH đạt được giá mục tiêu trong năm 2025.
- MSH tập trung vào các đơn hàng FOB (chiếm 75% tổng doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp) giúp biên lợi nhuận của công ty cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, MSH chủ động đến 60% tổng số lượng nguyên liệu, giúp công ty kiểm soát đầu vào dễ dàng và linh hoạt hơn;
- Việc đi vào hoạt động của các nhà máy May Xuân Trường và nhà máy May Sông Hồng 10 sẽ giúp nâng công suất MSH, từ đó góp phần gia tăng doanh thu

#### RỦI RO

- Nhu cầu tại thị trường Mỹ không hồi phục như dự kiến;
- Tỷ giá USD/VND tăng trở lại gây ảnh hưởng lớn đến chi phí lãi vay của MSH;
- Rủi ro cạnh tranh với các thị trường đối thủ như Bangladesh, Ấn Độ và các nước Đông Nam Á khác.

### CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (TNG - HNX) – MUA

Giá TẠI 29/11/2024: 25.000 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 30.000 VNĐ/cp (+20%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- TNG có 2 quý liên tiếp ghi nhận KQKD tăng trưởng trên 54%. Theo BCTC Q3/2024, doanh thu thuần và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 2.357,6 tỷ đồng (+12% svck) và 111 tỷ đồng (+59,9% svck). Kết quả này đạt được nhờ doanh nghiệp tập trung vào khai thác hàng khó, phức tạp cũng như mở rộng thị trường xuất khẩu. Công ty có sức khỏe tài chính ổn định, tiền và các khoản tiền gửi chiếm 5,8% TTS, hàng tồn kho chiếm 17% TTS do doanh nghiệp chuẩn bị đơn hàng cho dịp lễ cuối năm. Tuy nhiên khoản nợ vay chiếm phần lớn nguồn vốn với 46,7%, tuy nhiên con số này đã giảm -12,6% so với đầu năm, chủ yếu là khoản vay ngắn hạn nhằm bổ sung vốn lưu động.
- Lượng đơn hàng tiếp tục được lấp đầy từ tệp khách hàng mới và cũ đến hết Q1/2025, trong đó doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ chiếm 50% tổng doanh thu xuất khẩu của TNG. Dự kiến doanh nghiệp tiếp tục đàm phán để kiếm đơn hàng cho Q2/2025;
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện do gia tăng các đơn hàng CMT, trong đó tỷ trọng đóng góp cao từ thị trường EU. Ngoài ra, công ty có lợi thế khi đáp ứng được các yếu tố về ESG nên sẽ thu hút các đơn hàng khó với giá trị cao hơn;
- Tận dụng các đơn hàng chuyển dịch từ Bangladesh và từ các hiệp định thương mại tự do FTA, CPTPP,...

#### RỦI RO

- Nhu cầu tại thị trường Mỹ không hồi phục như dự kiến;
- Chi phí nhân công tăng cao ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp;
- Rủi ro gánh nặng chi phí lãi vay.

# NGÀNH GỖ VÀ SẢN PHẨM GỖ

Tăng trưởng tích cực

Triển vọng: **Tích cực**

Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**



Trải nghiệm ngay ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá ABS Web Trading

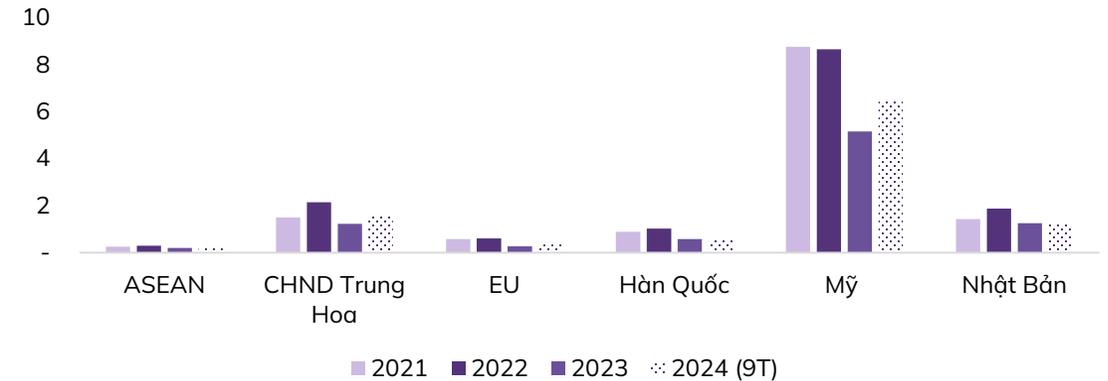


## ➤ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

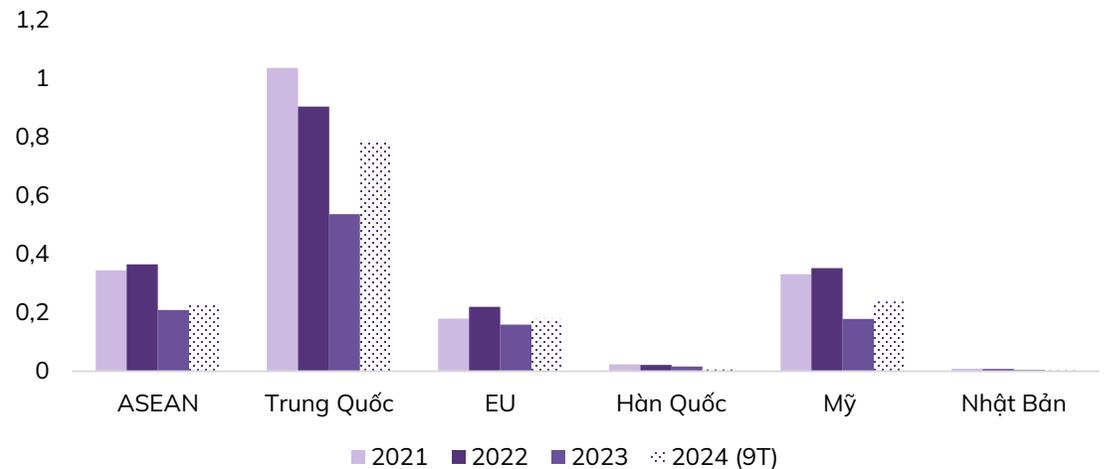
### NGÀNH SẢN XUẤT GỖ VÀ CÁC SẢN PHẨM TỪ GỖ DỰ KIẾN CÓ SỰ TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2025 NHỜ HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU

- Trong 11 tháng năm 2024, ngành gỗ cho thấy mức tăng trưởng ấn tượng. Cụ thể, theo báo cáo của Cục Lâm nghiệp (Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn), 11 tháng năm 2024, giá trị xuất khẩu gỗ và lâm sản ước đạt 15,62 tỷ USD, tăng 19,8% so với cùng kỳ năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng ngành gỗ năm 2025 sẽ tiếp tục giữ vững phong độ và tiếp đà tăng trưởng tích cực. Theo Cục Lâm nghiệp, trong năm 2025, dự báo tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất lâm nghiệp đạt 4,5 – 5%, giá trị xuất khẩu lâm sản đạt 18 tỷ USD.
- Cơ hội đối với các doanh nghiệp ngành gỗ và các sản phẩm gỗ trong năm 2025:
  - Hồi phục tiêu dùng tại các nền kinh tế chính;
  - Chính sách thuế quan lên các sản phẩm Trung Quốc khiến các sản phẩm từ Việt Nam có sức cạnh tranh lớn;
  - Hưởng lợi từ các Hiệp định thương mại tự do quan trọng như EVFTA, CTPTPP;
  - Quy định EUDR mang lại cơ hội nâng cao năng lực, minh bạch nguồn gốc gỗ và phát triển bền vững. Thời gian gia hạn thực thi EUDR (12 tháng) giúp doanh nghiệp Việt Nam chuẩn bị tốt hơn, tránh vi phạm tiêu chuẩn.
- Thách thức đối với các doanh nghiệp ngành gỗ và các sản phẩm gỗ:
  - Chính sách mới tại các thị trường nhập khẩu lớn, điển hình là Mỹ;
  - Quy định xanh và thuế carbon tại EU yêu cầu các doanh nghiệp nâng cao trình độ, năng lực;
  - Chi phí đầu vào và logistics giữ ở mức cao, ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ theo thị trường (tỷ USD)



Giá trị nhập khẩu gỗ và sản phẩm gỗ theo thị trường (tỷ USD)



## THỊ TRƯỜNG MỸ ĐÓNG VAI TRÒ CHỦ CHỐT

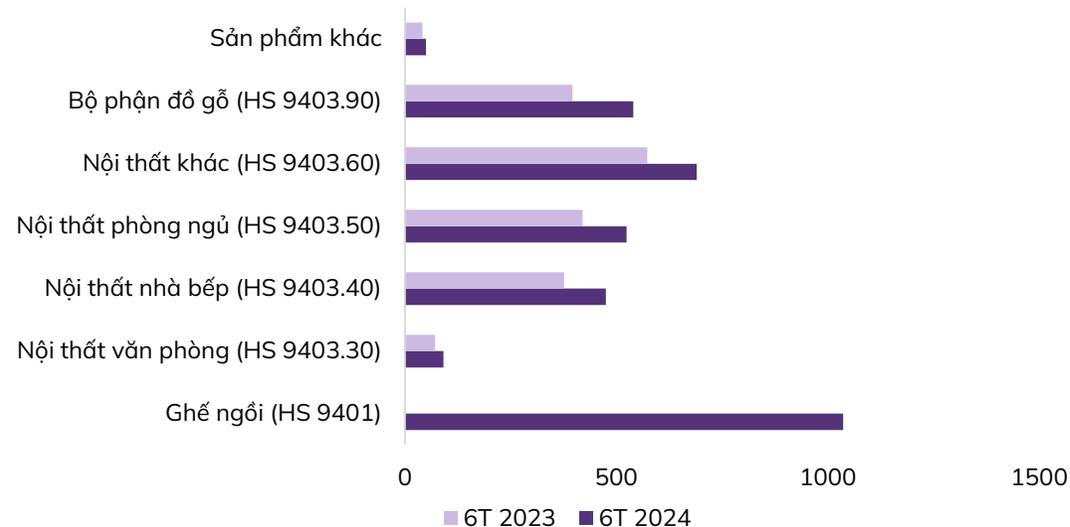
- Mỹ là thị trường xuất khẩu quan trọng nhất đối với ngành gỗ và các sản phẩm gỗ Việt Nam, chiếm tới 56% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 11 tháng. Trong đó, mặt hàng xuất khẩu chủ lực là đồ nội thất bằng gỗ, chiếm 85% tổng giá trị xuất khẩu với giá trị tăng trưởng 20% so với cùng kỳ năm ngoái. Với tỷ trọng chiếm 41,1% tổng trị giá nhập khẩu của Mỹ, Việt Nam trở thành thị trường cung cấp mặt hàng này lớn nhất cho Mỹ trong những năm gần đây. Sự tăng trưởng này là do các yếu tố (1) thay đổi xu hướng tiêu dùng của người dân Mỹ sang các sản phẩm thiên nhiên, không hoặc ít gây ảnh hưởng đến môi trường và (2) các sản phẩm từ Việt Nam được ưa chuộng bởi chất lượng cao trong khi giá thành phải chăng thay thế cho nguồn hàng từ Trung Quốc.
- Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ sang thị trường này trong năm 2025 bao gồm:
  - Tình hình kinh tế cải thiện, tỷ lệ lạm phát được kiểm soát cũng như hoạt động xây dựng, bất động sản mới.
  - Lãi suất vay mua nhà 30 năm tại Mỹ được dự báo giảm xuống mức 5,5-5,9% trong năm 2025, thúc đẩy thị trường bất động sản nhà ở và nhu cầu sản phẩm nội thất gỗ.
  - Các yếu tố rủi ro tại thị trường Mỹ: Chính quyền Mỹ thường xuyên áp dụng thuế chống bán phá giá đối với các mặt hàng xuất khẩu, bao gồm gỗ dán, tủ gỗ, và các sản phẩm gỗ. Ngoài ra, Mỹ đã gia hạn hoặc áp dụng thêm thuế chống bán phá giá với các sản phẩm bị nghi ngờ sử dụng gỗ nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc.
  - Vì vậy, các doanh nghiệp có khả năng tự sản xuất, kiểm soát chuỗi cung ứng, đảm bảo nguồn nguyên liệu sẽ có lợi thế cạnh tranh tốt trong năm 2025.

Tăng trưởng xuất khẩu gỗ sang Mỹ 6T/2024

Nước	% YoY		
	Ván ép	Sàn gỗ công nghiệp	Đồ nội thất
Trung Quốc	-21%	11%	6%
Indonesia	51%	-40%	-7%
Malaysia	145%	N/A	9%
<b>Việt Nam</b>	<b>141%</b>	<b>69%</b>	<b>20%</b>
Canada	N/A	46%	-9%

Nguồn: USDA, ABS Research

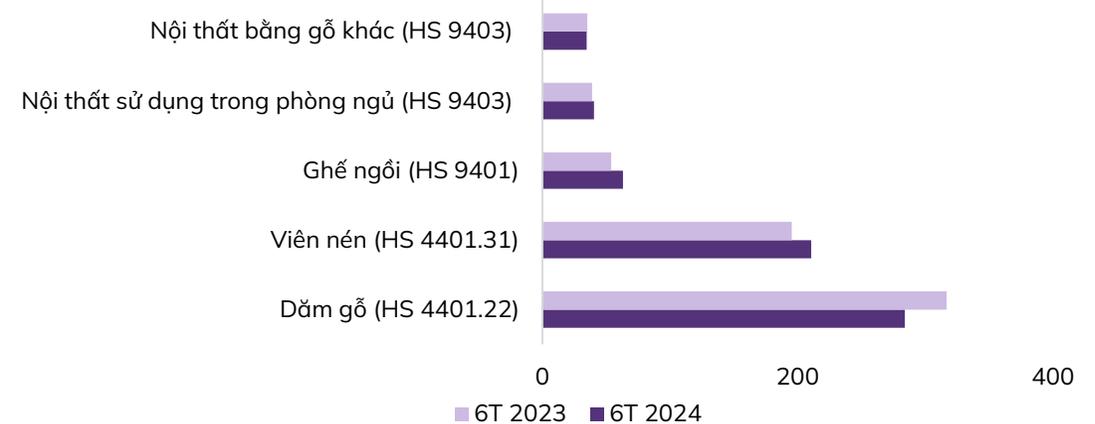
Xuất khẩu sang thị trường Mỹ theo sản phẩm (triệu USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, ABS Research

- Việt Nam là nhà cung cấp viên nén gỗ lớn nhất của Nhật Bản vào năm 2019 - 2022. Trong 6T đầu năm 2024, giá trị xuất khẩu viên nén gỗ sang thị trường Nhật Bản đạt 1,4 triệu tấn, chiếm 55,3% tổng lượng xuất khẩu. Các yếu tố lợi thế cạnh tranh của Việt Nam bao gồm: (1) Chi phí thấp đặc biệt so với các quốc gia Bắc Mỹ do giá nguyên liệu đầu vào và nhân công thấp; (2) Nguồn cung nguyên liệu ổn định với tài nguyên dồi dào và (3) Chất lượng sản phẩm cao.
- Với nhu cầu năng lượng tái tạo tăng cao, Nhật Bản đang tích cực thúc đẩy việc phát triển năng lượng tái tạo, trong đó có năng lượng sinh khối. Do vậy, nhu cầu nhập khẩu viên nén gỗ của Nhật Bản được dự đoán sẽ đạt tới 10 triệu tấn/năm vào năm 2025, nhiều hơn gấp đôi so với con số 4,4 triệu tấn/năm từ năm 2022.
- Các thách thức của doanh nghiệp Việt Nam trong việc xuất khẩu viên nén gỗ sang thị trường Nhật Bản bao gồm:
  - **Cạnh tranh trực tiếp với các quốc gia Bắc Mỹ.** Gần một nửa sản lượng tiêu thụ của Nhật Bản được dự kiến sẽ đến từ các nhà cung ứng từ Bắc Mỹ, vốn đã có hợp đồng bao tiêu dài hạn với các doanh nghiệp nước này.
  - **Đáp ứng tiêu chuẩn bền vững:** Nhật Bản yêu cầu chứng chỉ FSC và sản phẩm phải đạt tiêu chuẩn cao về năng suất nhiệt và ít tro. Điều này đòi hỏi Việt Nam phải duy trì chất lượng ổn định và đáp ứng các quy định thay đổi liên tục của thị trường Nhật Bản.

**Xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản theo sản phẩm (triệu USD)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, ABS Research

**Công suất bổ sung theo lịch trình từ nguồn sinh khối được hưởng giá FIT của Nhật Bản (> 10MW)**

Năm	Sinh khối	Viên nén gỗ
2023	936	675
2024	425	425
2025	913	800
2026	75	0

Nguồn: Argus Research

- **Khuyến nghị:** Chúng tôi lựa chọn PTB do các yếu tố:
- Doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng doanh thu tại thị trường Mỹ và lợi thế sở hữu giấy chứng nhận nguồn cung.
- Doanh nghiệp có sức khỏe tài chính lành mạnh.
- Phương pháp định giá: dựa trên phương pháp so sánh P/E, P/B.

Chỉ tiêu	PTB		
	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	5.619	6.230	7.325
<b>%YoY</b>	-18%	10,9%	17,6%
<b>LNG</b>	1.144	1.308	1.574
<b>Biên LNG (%)</b>	20,37%	20,5%	21,5%
<b>LNST Công ty mẹ</b>	259	372	512
<b>%YoY</b>	-48%	43,4%	37,6%
<b>EPS (đ/cp)</b>	3.689	5.557	7.649
<b>BVPS (đ/cp)</b>	40.686	46.039	52.687
<b>Nợ/VCSH (lần)</b>	0,9	0,45	0,43
<b>ROA (%)</b>	4,9%	6,7%	8,8%
<b>ROE (%)</b>	9,53%	12,1%	14,5%

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÚ TÀI (PTB - HOSE) – MUA

GIÁ TẠI 29/11/2023: 63.900 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 75.000 VNĐ/cp (+17%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **KQKD 9T/2024** nhìn chung khả quan. Doanh thu thuần của công ty đạt 4.530 tỷ đồng (+11,3% svck), LNST cổ đông công ty mẹ đạt mức 279,2 tỷ đồng (+16% svck).
- **PTB có lợi thế sở hữu giấy chứng nhận FSC cung cấp 70% gỗ nguyên liệu từ nguồn cung trong nước**, điều sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp ổn định. Đồng thời, đây cũng là cơ hội mở rộng thị phần khi mà Mỹ áp thuế chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) với tủ gỗ có xuất xứ từ Trung Quốc
- **Doanh thu mảng gỗ - mảng kinh doanh chính kỳ vọng ở mức cao với thị trường xuất khẩu chủ lực là Mỹ và châu Âu.** Mảng gỗ chiếm gần 60% cơ cấu doanh thu và cũng là mảng có tỷ trọng xuất khẩu lớn nhất của PTB, đạt hơn 80% tổng sản lượng xuất khẩu. Các tín hiệu tích cực từ thị trường Mỹ bao gồm (i) Chỉ số lạm phát tại Mỹ có xu hướng hạ nhiệt; (ii) Lãi suất vay thế chấp mua nhà 30 năm tại Mỹ giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 15 tháng qua sau khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) phát tín hiệu có thể bắt đầu hạ lãi suất vào tháng 9/2024. Chúng tôi kỳ vọng việc Fed tiếp tục hạ lãi suất giúp giảm áp lực nợ, hỗ trợ cho doanh số bán nhà, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đồ gỗ nội thất.
- **Mảng đá tiếp tục kỳ vọng hồi phục từ thị trường nội địa (chiếm 60% doanh thu).** Thị trường bất động sản Việt Nam phục hồi với số căn hộ chào bán mới tại TP.HCM tăng 142,4% QoQ trong Q2/2024 là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu đá ốp lát.
- Doanh nghiệp kỳ vọng hưởng lợi từ việc tỷ giá tiếp tục tăng cao khi có nguồn doanh thu từ ngoại tệ là chủ yếu.

### RỦI RO

- Thay đổi chính sách thương mại: Hoa Kỳ có thể áp dụng các biện pháp bảo hộ kinh tế, tăng thuế nhập khẩu, ảnh hưởng đến xuất khẩu gỗ của Việt Nam .
- Cạnh tranh gia tăng: Sản phẩm gỗ Việt Nam phải cạnh tranh với hàng hóa từ các quốc gia khác và sản phẩm nội địa tại thị trường xuất khẩu.

# NGÀNH PHÂN BÓN/ HÓA CHẤT

Một số doanh nghiệp Phân bón hưởng lợi từ Luật thuế VAT sửa đổi

Triển vọng: **Trung lập**

Khuyến nghị: **Trung lập**



Trải nghiệm ngay ứng dụng ABS invest



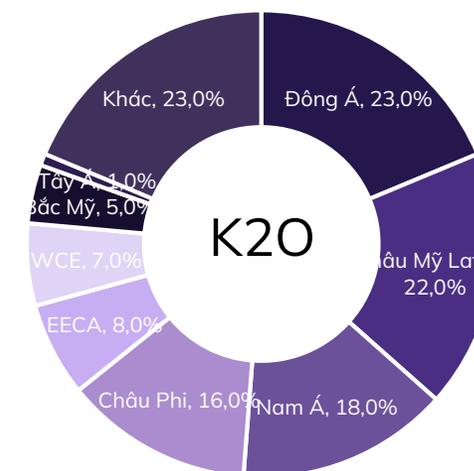
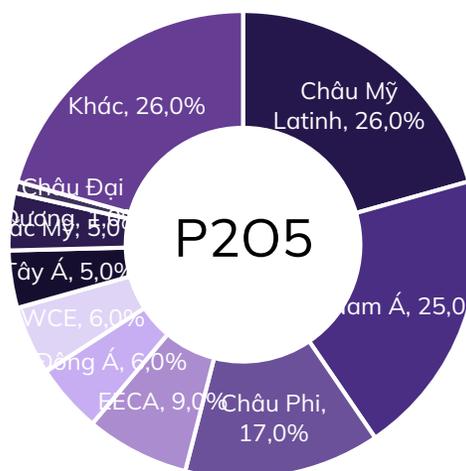
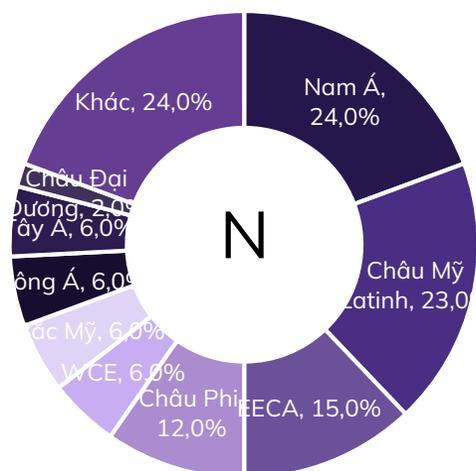
Trải nghiệm ngay bằng giá ABS Web Trading

- Quy mô thị trường phân bón toàn cầu được định giá ở mức 182,3 tỷ USD vào năm 2024 và dự kiến sẽ đạt 246,6 tỷ USD vào năm 2033, với tốc độ tăng trưởng (CAGR) là 3,07% từ năm 2025 đến năm 2033.
- Triển vọng ngành phân bón thế giới thời gian tới dự báo sẽ yếu khi nhu cầu tiêu thụ dự báo tăng nhẹ trong khi nguồn cung ổn định. Bên cạnh đó, Phân bón vẫn tiếp tục chịu các rủi ro toàn cầu bao gồm địa chính trị, xung đột, kinh tế và khí hậu.

## 1) Nhu cầu tiêu thụ phân bón thế giới dự kiến tiếp tục tăng nhẹ trong thời gian tới:

- Năm 2024, theo Fetercon & Mosaic, nhu cầu tiêu thụ phân Ure ước đạt 189 triệu tấn, DAP là khoảng 73-76 triệu tấn, đều tăng nhẹ svck, còn phân Kali ước đạt 68-72 triệu tấn, cải thiện mạnh svck. Trong đó, thị trường tiêu thụ lớn đến từ Châu Á, Châu Mỹ Latinh, Châu Phi – những khu vực có nhiều tiềm năng phát triển nông nghiệp.
- Hiệp hội phân bón thế giới (IFA) dự báo trong trung hạn (2024-2028), việc sử dụng phân bón toàn cầu sẽ tiếp tục mở rộng nhưng tốc độ giảm từ 2,2% (2025) xuống còn 1,5% (2028) do tốc độ tăng trưởng dân số chậm lại làm chậm tốc độ tăng trưởng sản xuất lương thực và hiệu quả chất dinh dưỡng cũng được cải thiện hơn. Trong đó, tăng trưởng tiêu thụ P2O5 dự báo là 10%, K2O là 8% và N là 6%. Châu Mỹ Latinh và Nam Á dự kiến sẽ là động lực chính của tăng trưởng toàn cầu trong trung hạn, mỗi khu vực sẽ bổ sung từ 3 đến 4 triệu tấn chất dinh dưỡng trong giai đoạn 2024-2028.

**Dự báo tiêu thụ phân bón của IFA trong giai đoạn 2024-2028**

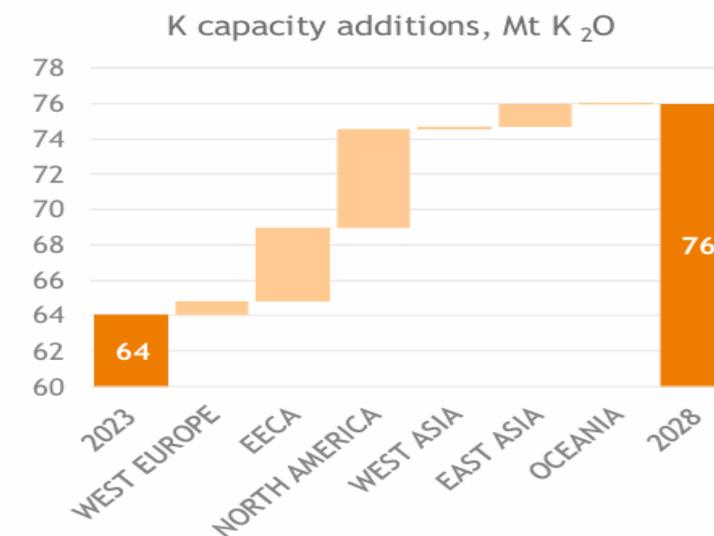
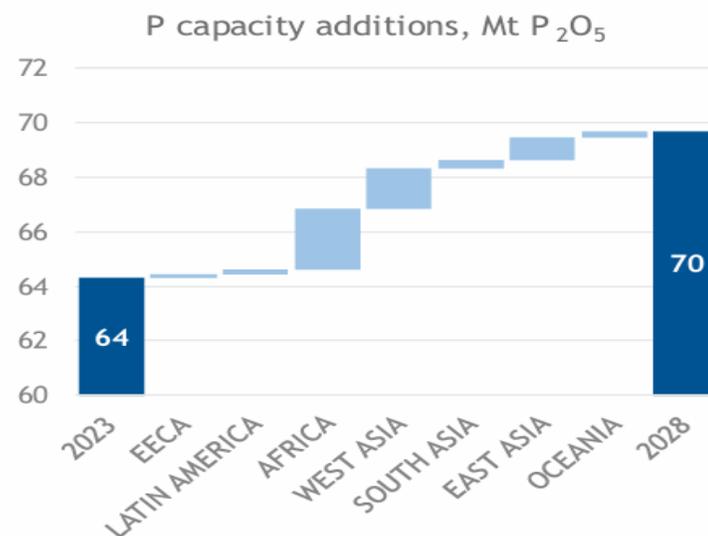
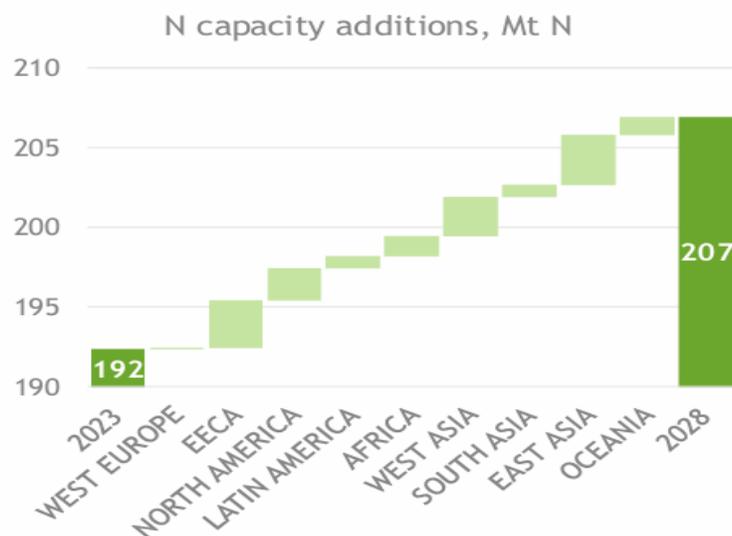


Nguồn: IFA, ABS Research

## 2) Nguồn cung phân bón dự kiến ổn định:

- Theo IFA, nguồn cung phân bón tăng trên diện rộng vào năm 2023 ở các mức độ khác nhau. Điều này là do chu kỳ đầu tư vào công suất mới tại một số quốc gia lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, Châu Phi, Mỹ & Nga.
- Năng lực sản xuất amoniac toàn cầu dự kiến sẽ tăng 8% từ 192 triệu tấn N lên 207 triệu tấn N trong giai đoạn 2023-2028. Việc đầu tư vào năng lực sản xuất N vẫn được thúc đẩy bởi việc tiếp cận nguồn nguyên liệu và vị thế cạnh tranh của chúng, trong 5 năm tới phần lớn các khoản đầu tư sẽ đến từ các khu vực có chi phí thấp với nguồn tài nguyên khí đốt tự nhiên dồi dào như Nga và ở các quốc gia ủng hộ mạnh mẽ các hoạt động khử cacbon, như Hoa Kỳ.
- Công suất axit photphoric dự kiến sẽ tăng 10% trong giai đoạn 2023-2028, đạt 70,6 triệu tấn P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> trong 5 năm tới.
- Công suất kali dự kiến sẽ tăng 19% lên 76 triệu tấn K<sub>2</sub>O vào năm 2028 so với năm 2023. Cả Lào và Nga đều được dự báo sẽ là những nước đóng góp chính cho sự tăng trưởng này cho đến năm 2026. Một làn sóng công suất mới thứ hai dự kiến sẽ diễn ra từ năm 2027, với các khoản đầu tư vào mở mới dự kiến sẽ bắt đầu sản xuất tại Canada, Nga và Belarus.

**Công suất bổ sung N-P-K dự báo đạt 35 triệu tấn trong 5 năm tới - IFA**



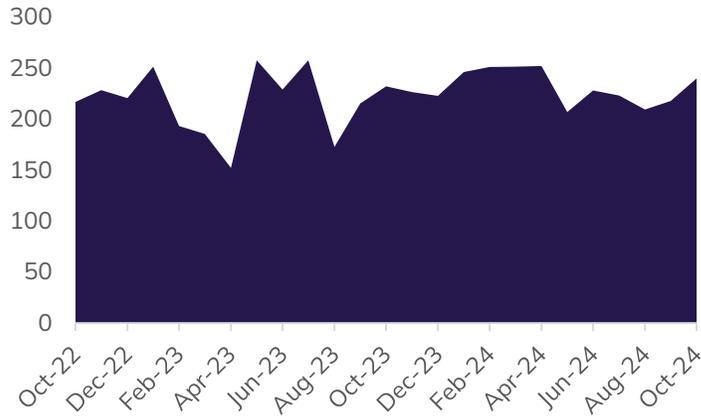
Nguồn: IFA, ABS Research

**Thị trường phân bón trong nước năm 2025 dự báo tiếp tục tăng trưởng ổn định do được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ cao:**

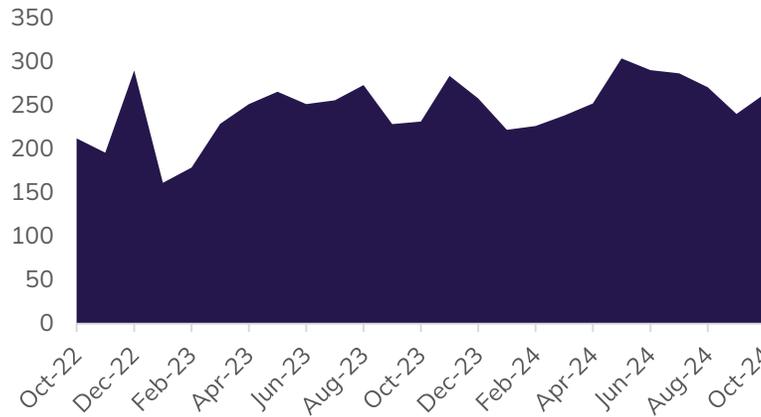
- Theo Modor Intelligence, quy mô Thị trường Phân bón Việt Nam ước tính đạt 3,44 tỷ USD vào năm 2024 và dự kiến sẽ đạt 4,20 tỷ USD vào năm 2030, tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3,38% trong giai đoạn dự báo (2024-2030). Ngành phân bón Việt Nam đang có sự tăng trưởng đáng kể nhờ sự hỗ trợ của chính phủ cho nông nghiệp bền vững, mở rộng canh tác định hướng xuất khẩu, nhấn mạnh vào các biện pháp canh tác thân thiện với môi trường.
- Triển vọng ngành phân bón Việt Nam được hỗ trợ khi nhu cầu tiêu thụ dự báo tiếp tục tăng cao:
  - Giá nông sản tăng, kích thích nhu cầu sử dụng phân bón. Theo báo cáo của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, khối lượng và giá trị xuất khẩu gạo tháng 11/2024 ước đạt 700.000 tấn với 444,9 triệu USD, đưa tổng khối lượng và giá trị xuất khẩu gạo 11 tháng đạt gần 8,5 triệu tấn với 5,31 tỷ USD, tăng 10,6% về khối lượng và tăng 22,4% về giá trị svck. Đây là sản lượng và giá trị lúa gạo xuất khẩu lần đầu tiên ngành nông nghiệp có được. Xuất khẩu gạo Việt Nam lần đầu tiên vượt mốc 5 tỷ USD, chủ yếu nhờ giá xuất khẩu tăng cao. Tính chung trong 3 quý đầu năm, giá gạo xuất khẩu bình quân 626 USD/tấn, tăng 13,4% so với cùng kỳ năm ngoái, tương ứng với mức tăng 74 USD/tấn. Việc giá cả các nông sản tăng cao sẽ kích thích nhu cầu sử dụng phân bón.
  - Tính mùa vụ: nhu cầu phân bón tăng cao cho vụ Đông Xuân, Hè Thu và nhu cầu chăm bón cây/hoa quả...mùa lễ hội Tết. Bên cạnh đó, nhu cầu phân bón dự kiến cũng tăng để tái thiết sản xuất sau bão Yagi tại Miền Bắc.
- Dấu hiệu thắt chặt nguồn cung từ: 1) Trung Quốc hạn chế xuất khẩu phân bón. Hiện Trung Quốc vẫn chủ trương duy trì chính sách kiểm soát hạn ngạch xuất khẩu phân bón ra thị trường quốc tế nhưng chính sách này có thể thay đổi; 2) Tại khu vực Trung Đông, Chính phủ Ai Cập đã quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân ure tại nước này, từ đó ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu; 3) Do căng thẳng địa chính trị dẫn tới gián đoạn nguồn cung.
- Trước nhu cầu dự báo tiếp tục tăng cao, trong khi nguồn cung có phần thắt chặt, chúng tôi cho rằng triển vọng thị trường phân bón Việt Nam năm 2025 sẽ tiếp tục được hỗ trợ, giá phân bón dự báo tiếp tục ổn định. Tuy nhiên, do mức nền lợi nhuận năm 2024 các DN phân bón khá cao nên tốc độ tăng trưởng năm 2025 sẽ không cao.

## Tình hình thị trường phân bón Việt Nam 10T/2024

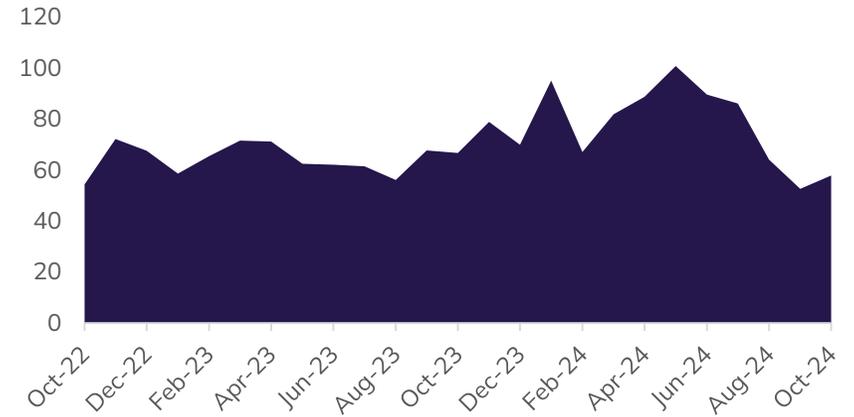
Sản lượng sản xuất phân Ure (Nghìn tấn)



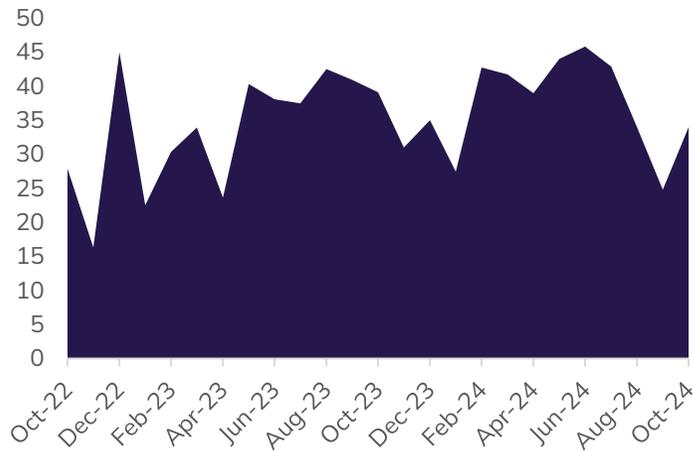
Sản lượng sản xuất phân NPK (Nghìn tấn)



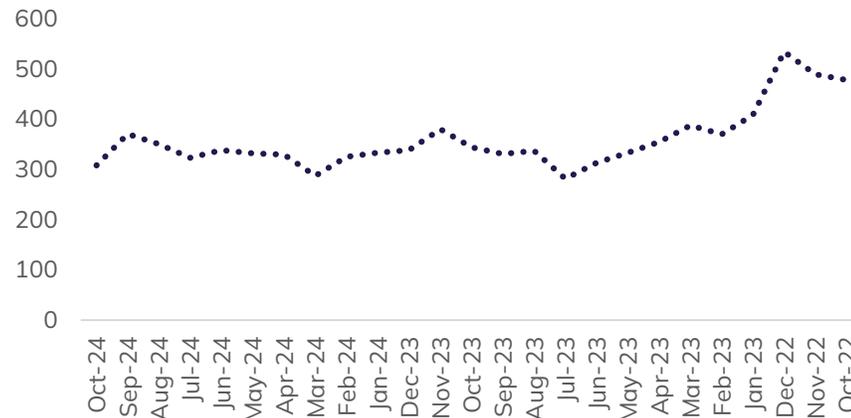
Sản lượng sản xuất phân lân (Nghìn tấn)



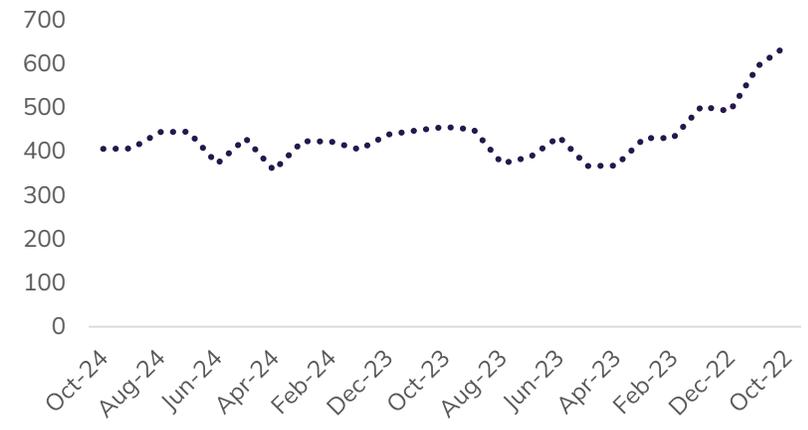
Sản lượng sản xuất phân DAP (Nghìn tấn)



Giá nhập khẩu phân bón bình quân theo tháng (USD/tấn)

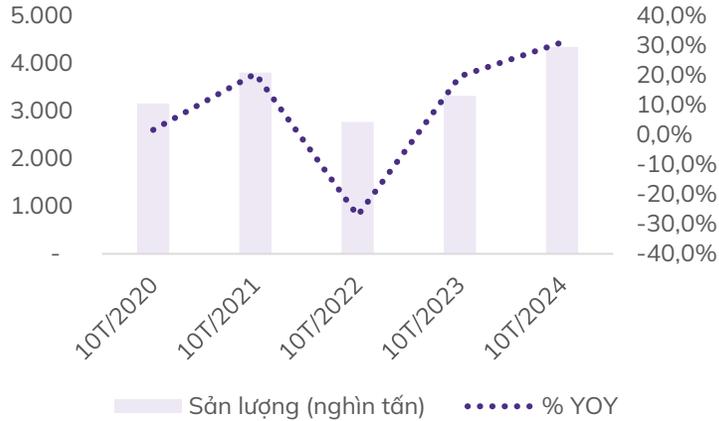


Giá xuất khẩu phân bón bình quân theo tháng (USD/tấn)

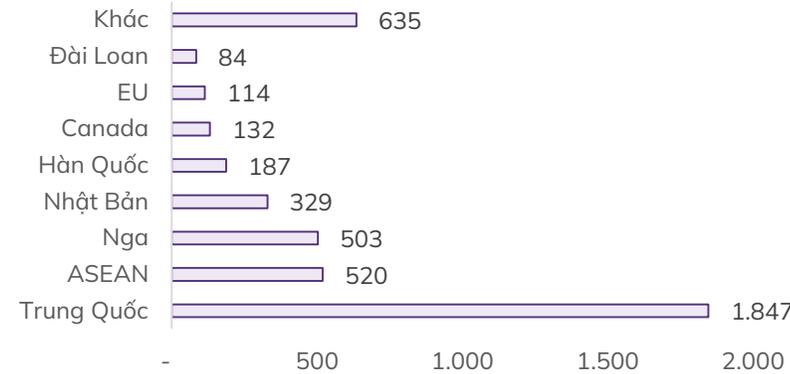


## Tình hình thị trường phân bón Việt Nam 10T/2024 (tiếp)

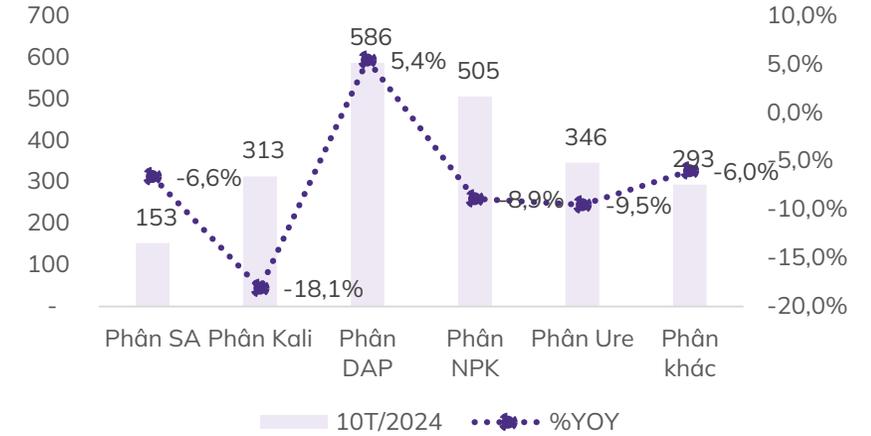
Sản lượng nhập khẩu phân bón (nghìn tấn)



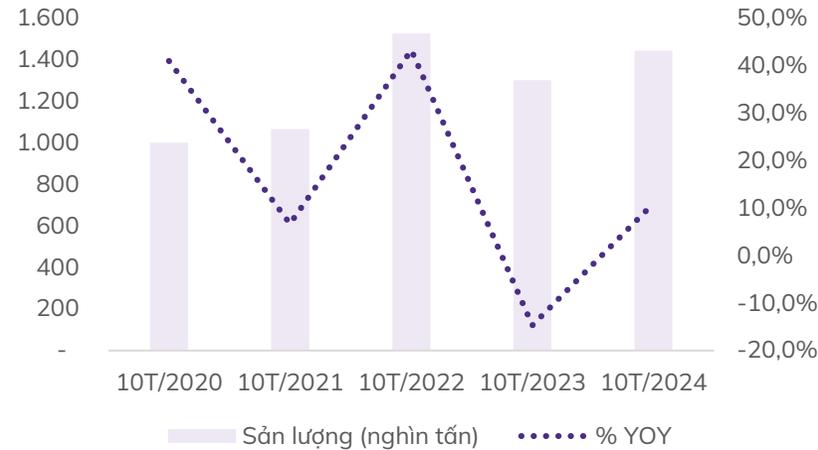
Thị trường nhập khẩu phân bón 10T/2024 (nghìn tấn)



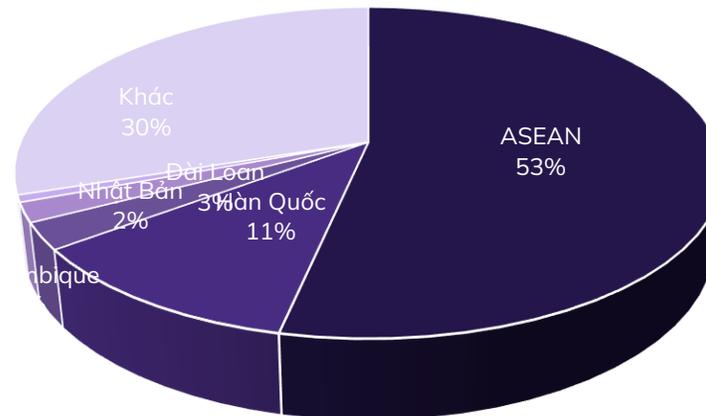
Giá nhập khẩu bình quân 10T/2024 các loại phân bón (USD/tấn)



Sản lượng xuất khẩu phân bón (nghìn tấn)



Cơ cấu thị trường xuất khẩu phân bón (%)



Giá xuất khẩu phân bón bình quân 10T (USD/tấn)



- Ngày 26/11/2024, Quốc hội đã chính thức thông qua Dự thảo Luật thuế Giá trị gia tăng (VAT) sửa đổi. Theo đó kể từ ngày 1/7/2025, phân bón chính thức trở thành mặt hàng chịu thuế VAT đầu ra với thuế suất 5%.
- Trước đó, theo Luật sửa đổi các Luật về thuế số 71/2014/QH13, có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2015, phân bón là mặt hàng không chịu thuế VAT đầu ra. Kể từ khi được áp dụng, Luật Thuế 71 đã cho thấy nhiều hạn chế, do phân bón không thuộc đối tượng chịu thuế VAT đầu ra trong khi các nguyên liệu đầu vào vẫn chịu thuế VAT từ 5% đến 10%, dẫn đến việc các doanh nghiệp trong nước không được khấu trừ thuế VAT đầu vào và phải tăng giá bán để phản ánh phần chi phí trên.

## Thuế suất VAT mặt hàng phân bón tại một số quốc gia

Quốc gia	Thuế VAT (%)
Việt Nam	5%
Brazil	4%
Trung Quốc	13%
Đức	7%-19%

## Thuế suất VAT đối với nguyên liệu đầu vào ngành phân bón tại Việt Nam

Nguyên liệu	Thuế VAT (%)
Than	10%
Khí	10%
Quặng Apatit	5%

Nguồn: ABS Research

- Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón sẽ cho phép các doanh nghiệp được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, từ đó hỗ trợ lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước. Và đây cũng là cơ sở để từ đó các DN phân bón sẽ hạ thấp giá bán phân bón & dành được một nguồn lực vốn đáng kể để tái đầu tư vào công nghệ sản xuất, từ đó gia tăng cạnh tranh.
- Chúng tôi cho rằng mức độ tác động của việc thay đổi từ “không chịu thuế VAT” sang “chịu thuế VAT 5%” tới các DN sản xuất phân bón sẽ khác nhau. Trong đó, các DN sản xuất phân Ure và DAP sẽ có lợi hơn vì những doanh nghiệp này sản xuất phân bón từ nguyên liệu tự nhiên khí đốt tự nhiên, than, quặng phốt phát. Các nguyên liệu đầu vào này đang phải chịu mức thuế suất thuế giá trị gia tăng từ 5% - 10%. Khi mặt hàng phân bón không phải chịu thuế VAT đầu ra, giá trị VAT của các nguyên vật liệu đầu vào sẽ không được khấu trừ mà phải trích lập vào chi phí sản xuất kinh doanh, khiến doanh nghiệp sản xuất phải tăng giá bán để phản ánh các phần chi phí này và khó cạnh tranh với phân bón nhập khẩu. Ngược lại, khi mặt hàng phân bón chịu thuế VAT đầu ra là 5%, các khoản thuế VAT đầu vào sẽ được hoàn thuế và doanh nghiệp sẽ hưởng lợi do ghi nhận giảm chi phí so với các năm trước. Trong khi đó, việc thay đổi này tác động không đáng kể tới các doanh nghiệp sản xuất phân NPK do các nguyên liệu đầu vào chính là phân đơn (ure, phốt phát đơn và kali), nên việc không chịu thuế VAT hay chịu 5% thuế VAT đều không ảnh hưởng nhiều tới chi phí sản xuất NPK. Đồng thời, các doanh nghiệp nhập khẩu phân bón không bị ảnh hưởng lớn bởi thay đổi luật thuế này do thuế suất đầu vào và đầu ra đều là 5%, lợi nhuận không thay đổi.
- Trên cơ sở phân tích trên, chúng tôi cho rằng các DN sản xuất phân Ure & DAP sẽ hưởng lợi nhiều hơn các DN sản xuất phân bón khác, trong đó chúng tôi ưa thích cổ phiếu DCM.

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi lựa chọn DCM vì đây là DN hàng đầu về sản xuất và xuất khẩu phân Ure tại Việt Nam, chiếm 60% thị phần tại Campuchia. T4/2024, DCM đã thực hiện thầu tóm thành công KVF giúp nâng năng suất sản xuất lên 660.000 tấn NPK/năm (+120% công suất), hứa hẹn sự thâm nhập tốt mảng thị trường này. Trong khi đó, DGC là DN đứng đầu về sản xuất Photpho vàng (P4) tại Việt Nam (chiếm 49% tổng công suất thiết kế toàn ngành) trong bối cảnh nhu cầu P4 trên thế giới sẽ tăng cao nhằm đáp ứng cho nhu cầu thị trường phân bón tăng cao & phục vụ cho ngành bán dẫn, sản xuất chip cũng như ngành xe điện đang có dấu hiệu phục hồi.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E & FCFE.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	DCM			DGC		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	12.571	13.212	14.176	9.748	10.001	11.021
%YoY	-21,06%	5,10%	7,30%	-32,51%	2,60%	10,20%
Biên LNG (%)	16,16%	18,45%	19,26%	35,29%	35,33%	36,39%
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.109	1.519	1.701	3.100	3.007	3.413
% YoY	-74,31%	36,98%	11,99%	-44,29%	-2,99%	13,51%
EPS (đ/cp)	1.797	2.869	3.213	8.163	7.919	8.988
BVPS (đ/cp)	18.768	19.515	20.726	30.799	35.228	41.185
Nợ/VCSH	0,09	0,16	0,17	0,11	0,06	0,12
ROA (%)	7,55%	9,56%	10,27%	19,95%	17,73%	19,35%
ROE (%)	10,79%	14,70%	15,50%	26,50%	22,48%	21,82%

Nguồn: FiinPro, ABS Research

## CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (DCM-HOSE) – KHẢ QUAN

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 36.900 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 40.200 VNĐ (UPSIDE: +8,9%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 khả quan. Lũy kế 9T/2024, DTT của DCM đạt 9.242 tỷ đồng (+2,3% svck). Sản lượng tiêu thụ phân Ure 9T đạt 581,3 nghìn tấn (-13% svck), trong khi NPK đạt trên 115 nghìn tấn (+36% svck). Biên LNG 9T/2024 đạt 18,5%, tăng mạnh so với mức 12,4% của cùng kỳ năm trước. LNST Cổ đông Công ty mẹ 9T/2024 đạt 1.051 tỷ đồng (+71,2% svck). Kết thúc 9T/2024, DCM hoàn thành 80,4% cơ cấu doanh thu và vượt 33% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào (tại 30/9 lượng tiền của DCM là 8.616 tỷ đồng, chiếm 55,9% cơ cấu TTS). DCM có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền khá đều đặn, trong đó năm 2020 tỷ lệ chi trả cổ tức của DCM là 8%, năm 2021 là 18%, năm 2022 là 30%, năm 2023 là 20%, năm 2024 dự kiến 20%. Đòn bẩy tài chính thấp với hệ số D/E chỉ ở mức 0,16 lần.
- Mảng phân Ure (mảng chủ lực của DCM) – triển vọng lạc quan khi biên lợi nhuận dự kiến cải thiện do Nhà máy sản xuất phân Ure đã hết khấu hao từ Q4/2023. Sản lượng & giá bán phân Ure năm 2025 dự báo có thể tăng nhẹ svck do nhu cầu tiêu thụ phân bón vẫn cao. Giá khí đầu vào năm 2025 dự báo có thể giảm nhẹ svck do triển vọng giá dầu dự báo vẫn yếu & nhu cầu khí cho điện cũng dự báo giảm do pha thời tiết La Nina ủng hộ thủy điện.
- Mảng NPK – triển vọng dài hạn đến từ việc tăng năng lực sản xuất nhờ thầu tóm KVF. Việc thầu tóm KVF giúp đem lại một số lợi thế cho DCM như sau: 1) Tăng năng lực sản xuất NPK. KVF có công suất sản xuất NPK là 360 nghìn tấn/năm. Sau khi thầu tóm KVF, năng lực sản xuất của DCM sẽ tăng lên 660 nghìn tấn/năm (+120% công suất); 2) Nhà máy của KVF có lợi thế gần cảng, thuận tiện mở rộng thị trường sang các thị trường xa hơn như khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên; 3) Tận dụng diện tích kho bãi lớn của KVF giúp DCM tiết giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK. KVF hiện đang sở hữu 1,2ha kho nguyên liệu, 1,3ha kho thành phẩm & 3ha đất trống dự kiến sẽ được xây dựng thành kho nguyên liệu.
- Hưởng lợi từ Luật VAT sửa đổi. Việc đưa phân bón từ diện không chịu thuế VAT sang diện chịu thuế VAT 5% có thể giúp DCM được hoàn thuế VAT đầu vào và giảm chi phí so với các năm trước. Chi phí sản xuất kinh doanh của DCM hàng năm thường dao động từ 9.000-11.000 tỷ đồng, do đó, chúng tôi ước tính việc hoàn thuế có thể giúp DCM được khấu trừ 450-550 tỷ đồng thuế VAT/năm và năm 2025 dự kiến là khoảng 225-275 tỷ đồng (do Luật này được áp dụng từ tháng 7/2025).

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá phân bón có thể sụt giảm do động thái tăng xuất khẩu của các quốc gia lớn & rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào có thể tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi.

### CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC-HOSE) – MUA

GIÁ HIỆN TẠI (29/11/2024): 109.500 VNĐ – GIÁ MỤC TIÊU: 130.900 VNĐ (UPSIDE: +19,5%)

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Lũy kế 9T/2024, DTT của DGC đạt 7.447 tỷ đồng (+1,2% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 2.239 tỷ đồng (-6,3% svck). Nguyên nhân dẫn tới KQKD kém khả quan là do: mảng kinh doanh chính là Phốt pho vàng (P4) & Axit Photphoric kém tích cực, nhưng được nâng đỡ bởi mảng phân bón.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào (chiếm 70,2% cơ cấu TTS), có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền khá đều đặn & đòn bẩy tài chính rất thấp với D/E chỉ ở mức 0,06 lần.
- Triển vọng dự báo lạc quan dựa trên các yếu tố sau:
  - Triển vọng mảng Phốt pho vàng (P4) dự báo lạc quan do cả sản lượng tiêu thụ & giá bán P4 dự báo sẽ tiếp tục phục hồi khi nhu cầu P4 trên thế giới sẽ tăng cao nhằm đáp ứng cho nhu cầu thị trường phân bón tăng cao & phục vụ cho ngành bán dẫn, sản xuất chip cũng như ngành xe điện đang có dấu hiệu phục hồi.
  - Biên lợi nhuận của DGC thời gian tới dự kiến có thể cải thiện hơn do DGC có kế hoạch nâng cấp, mở rộng thêm 11ha tại Khai trường 25 (Lào Cai), dự kiến đi vào sản xuất năm 2025, góp phần tăng tính chủ động về nguồn nguyên vật liệu chính là quặng Apatit từ 80% (hiện tại) lên 90%, thậm chí 100% vào năm 2025.
  - Mảng Axit Photphoric dự báo năm 2024 vẫn yếu nhưng sẽ phục hồi trở lại từ năm 2025. Mảng phân bón và phụ gia TACN dự kiến vẫn khởi sắc trong năm 2024 và ổn định trong năm 2025.
  - Dự án Nhà máy cồn 50.000 tấn/năm dự kiến sẽ chạy thử trong tháng 11/2024. Với nhu cầu cồn ngày càng tăng cao, dự án hứa hẹn sẽ đem lại doanh thu gần nghìn tỷ mỗi năm cho DGC.
  - Động lực tăng trưởng mới đến từ Dự án Chlor – Alkali – Vinyl Nghi Sơn. Dự án có tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 là 2.400 tỷ, sẽ khởi công từ Q4/2024, công suất thiết kế 50.000 tấn NaOH/năm. Dự án này khi đi vào khai thác dự kiến mang lại 2.500 tỷ đồng doanh thu/năm nếu hoạt động 100% công suất.
  - Dự án Alumin tại Đắk Nông, có công suất 2 triệu tấn Alumin và 300.000 tấn nhôm thỏi, hứa hẹn triển vọng dài hạn nếu được triển khai, hiện DGC cũng đang theo đuổi để sớm có Giấy phép cho dự án.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ

- Giá đầu vào như than, điện tăng giá. Giá P4 và các dẫn xuất phốt pho sụt giảm.



# NGÀNH DƯỢC

Duy trì ổn định

Triển vọng: Tích cực

Khuyến nghị: Trung lập



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading



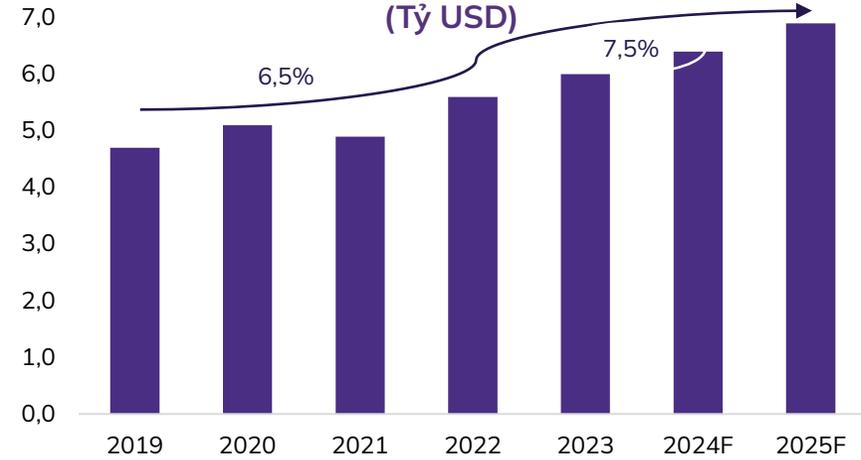
## QUY MÔ THỊ TRƯỜNG DƯỢC DỰ KIẾN TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG.

- **Tổng giá trị thị trường tăng.** Giá trị thị trường dược phẩm Việt Nam tăng từ 3,4 tỉ USD năm 2015 lên đến gần 7 tỉ USD năm 2023. Theo báo cáo của IQVIA (IMS) năm 2023, tăng trưởng chung toàn thị trường dược phẩm là 8%. IQVIA dự báo ngành dược Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 6%-8% trong giai đoạn 2023-2028, chi phí chăm sóc sức khỏe/đầu người dự kiến tăng từ 237 USD lên 328 USD trong giai đoạn này. Hiện tại thị trường dược Việt Nam là thị trường lớn thứ hai khu vực Đông Nam Á, chỉ sau Indonesia.
- **Phần đầu tăng sản xuất thuốc trong nước.** Hiện nay thuốc sản xuất trong nước đáp ứng được khoảng 60% nhu cầu. Mục tiêu đặt ra trong chiến lược quốc gia phát triển ngành dược phần đầu đến năm 2030 thuốc sản xuất trong nước đáp ứng được 80% nhu cầu sử dụng và 70% giá trị thị trường. Tiếp tục phần đầu đạt mục tiêu sản xuất được 20% nhu cầu nguyên liệu cho sản xuất thuốc trong nước và trở thành trung tâm sản xuất dược phẩm giá trị cao trong khu vực.

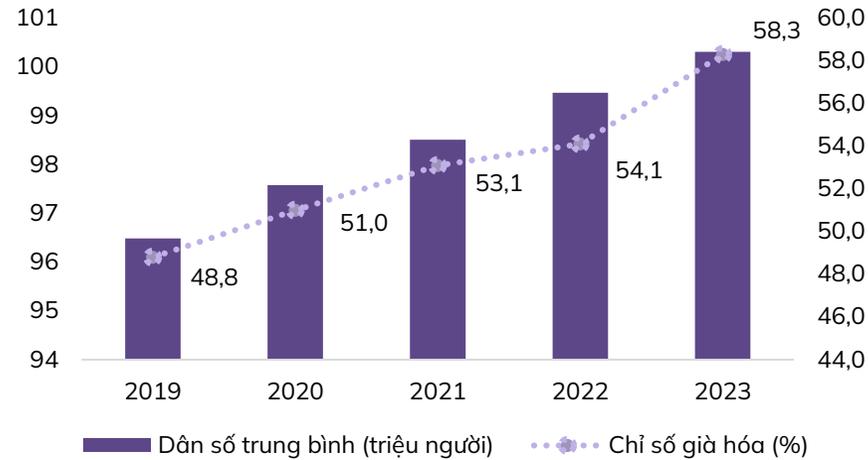
## NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM KỲ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG DO 4 YẾU TỐ CHÍNH:

- **Tăng trưởng kinh tế và tăng thu nhập.** Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2024 được dự báo ở mức 6,8% và mục tiêu tăng trưởng năm 2025 ở mức 6,5-7%, với GDP đầu người tăng từ 4.300 USD năm 2023 lên mức dự kiến 4.900 USD năm 2025 sẽ tăng khả năng chi tiêu cho sức khỏe của người dân.
- **Nhận thức của người dân về các vấn đề sức khỏe cũng đã tăng.** Theo nghiên cứu của Roland Berger năm 2023, 78% người được hỏi sẵn sàng chi tiêu thêm cho các sản phẩm và dịch vụ chăm sóc sức khỏe, phản ánh xu hướng tăng tiêu dùng trong ngành này.
- **Xu hướng già hóa dân số.** Việt Nam hiện là một trong các quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới, với quy mô dân số hơn 100 triệu người, số người từ 60 tuổi trở lên chiếm 13,9% năm 2023 và đến năm 2050, con số này được dự báo sẽ tăng lên hơn 25%. Năm 2036, Việt Nam sẽ bước vào thời kỳ dân số già, chuyển từ xã hội “già hóa” sang xã hội “già”. Những người cao tuổi thường có nhu cầu sử dụng dược phẩm và dịch vụ chăm sóc sức khỏe cao hơn, do ảnh hưởng của quá trình lão hóa và các vấn đề sức khỏe liên quan.
- **Các chính sách hỗ trợ của chính phủ** thúc đẩy phát triển sản xuất dược nội địa, giảm phụ thuộc vào thuốc nhập và tăng cường đầu tư nghiên cứu và phát triển.

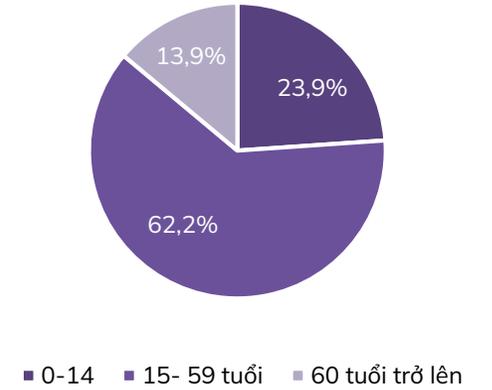
### Doanh thu thị trường dược Việt Nam (Tỷ USD)



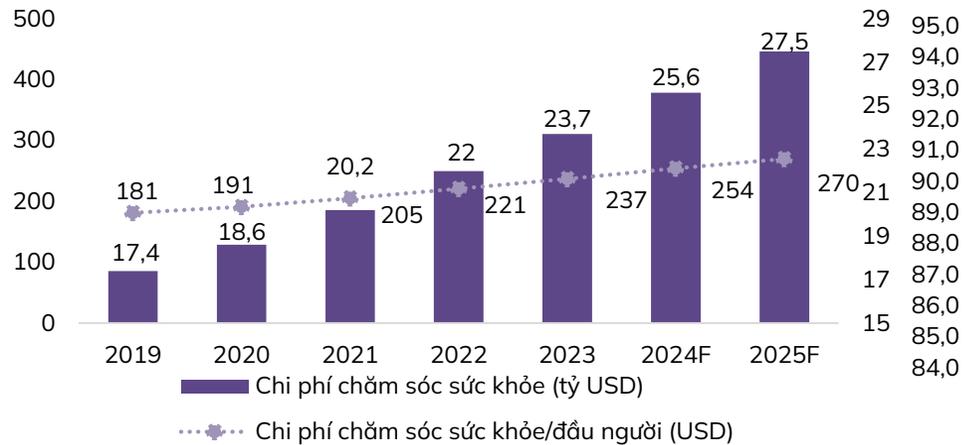
### Dân số và chỉ số già hóa dân số giai đoạn 2019-2023



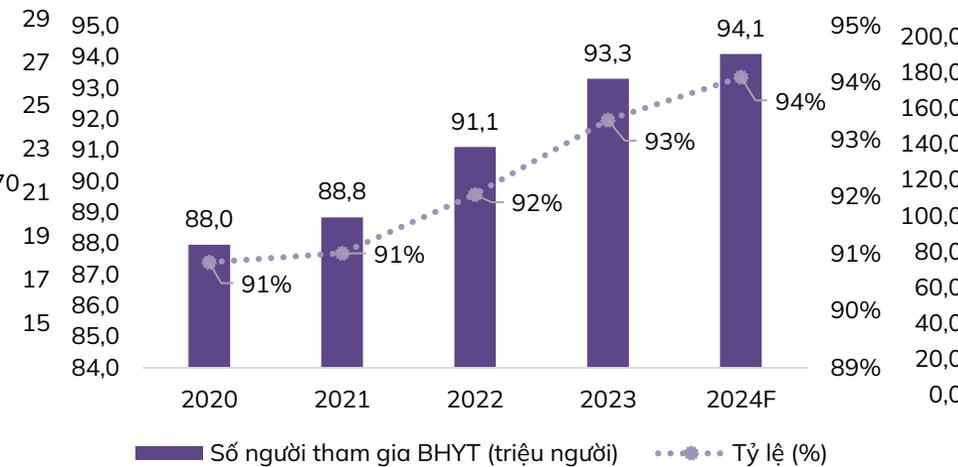
### Cơ cấu dân số theo độ tuổi năm 2023



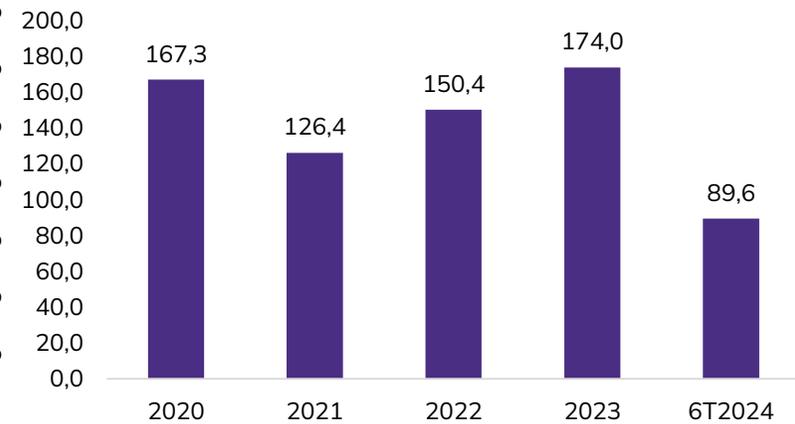
### Chi phí chăm sóc sức khỏe



### Độ bao phủ BHYT giai đoạn 2020-2024F



### Số lượt chữa bệnh bằng bảo hiểm y tế giai đoạn 2020-6T2024 (triệu lượt)



Năm 2024, nhiều văn bản quy phạm pháp luật, nhiều chính sách liên quan ngành dược đã được ban hành, trong đó nổi bật là Luật dược sửa đổi được Quốc hội thông qua ngày 21/11/2024 và chính thức có hiệu lực từ ngày 1/7/2025. Nhiều quy định mới, nhiều ưu đãi giúp tinh gọn thủ tục, giúp cởi trói cho Doanh nghiệp dược, tiết kiệm thời gian, chi phí, giúp người dân tiếp cận thuốc dễ dàng hơn...

## CÁC ĐIỂM MỚI TRONG LUẬT DƯỢC SỬA ĐỔI

- **Ưu tiên thủ tục hành chính** khi cấp giấy đăng ký lưu hành, cấp phép nhập khẩu trong ngành dược và **đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính** trong đăng ký lưu hành thuốc, nguyên liệu làm thuốc. Điều này sẽ giúp làm giảm thời gian chờ đợi của các doanh nghiệp Dược, giúp thuốc đạt tiêu chuẩn được cấp phép và đưa ra thị trường một cách nhanh chóng.
- **Thực hiện chính sách ưu đãi, hỗ trợ đầu tư** đối với các dự án đầu tư trong lĩnh vực dược theo quy định của pháp luật về đầu tư. Điều này có khả năng sẽ thu hút được các doanh nghiệp chuyển hướng từ việc nhập khẩu và bán thuốc sang sản xuất thuốc tại Việt Nam.
- **Tạo hành lang pháp lý cho các hình thức, phương thức kinh doanh mới** (chuỗi nhà thuốc, thuốc thương mại điện tử). Các chuỗi nhà thuốc phát triển cả online và offline sẽ góp phần rất lớn trong việc phân phối thuốc đến tay nhiều người tiêu dùng, tăng doanh số cho ngành. Hiện nay phương thức kinh doanh mới này đã trở thành xu thế phát triển, có khả năng thay thế dần các cửa hàng thuốc nhỏ lẻ. Việc có được hành lang pháp lý sẽ giúp chuỗi nhà thuốc phát triển đúng định hướng, quản lý được chất lượng thuốc và bảo vệ người tiêu dùng.
- **Cụ thể hóa quyền và trách nhiệm của cơ sở kinh doanh dược có vốn đầu tư nước ngoài.** Luật Dược sửa đổi đã thêm quyền cho các doanh nghiệp này được phép tham gia vào hoạt động phân phối dược phẩm, giúp tạo điều kiện thuận lợi cho việc lưu thông, mua bán thuốc. Đồng thời, hoạt động chuyển giao công nghệ cũng có cơ hội phát triển khi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài có thể phân phối thuốc do bên nhận chuyển giao công nghệ sản xuất.
- **Các biện pháp quản lý về giá để phù hợp với Luật Giá:** quy định về công bố giá bán buôn thuốc để tránh việc nâng giá bán qua mỗi khâu trung gian, từ đó đảm bảo thuốc đến tay người tiêu dùng không bị đẩy giá.

## LUẬT ĐẦU THẦU NĂM 2023 (CÓ HIỆU LỰC THI HÀNH TỪ NGÀY 1/1/2024) QUY ĐỊNH ƯU TIÊN THUỐC SẢN XUẤT TRONG NƯỚC:

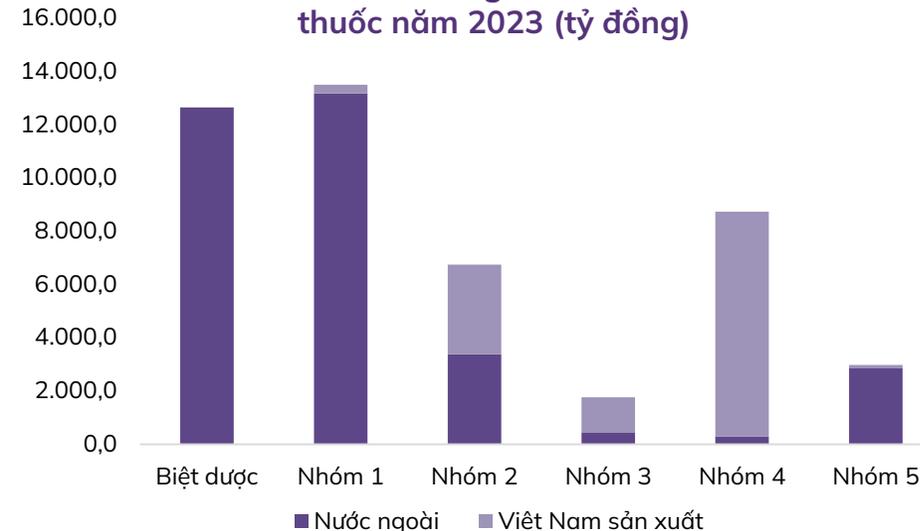
- Theo quy định của Luật, những sản phẩm nằm trong danh mục thuốc được Bộ Y tế công bố có ít nhất 3 hãng trong nước sản xuất đáp ứng tiêu chí kỹ thuật, chất lượng và giá cả, thì **chủ đầu tư quyết định việc yêu cầu nhà thầu chào thuốc xuất xứ trong nước.** Thuốc được Bộ Y tế công bố có ít nhất 3 hãng trong nước sản xuất trên đây chuyển sản xuất thuốc đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật, chất lượng, giá cả, khả năng cung cấp thì chủ đầu tư **chỉ yêu cầu chào thuốc xuất xứ trong nước.**

## ➤ CÁC DOANH NGHIỆP HƯỚNG TỚI CHỨNG NHẬN EU-GMP ĐỂ NÂNG CAO CẠNH TRANH

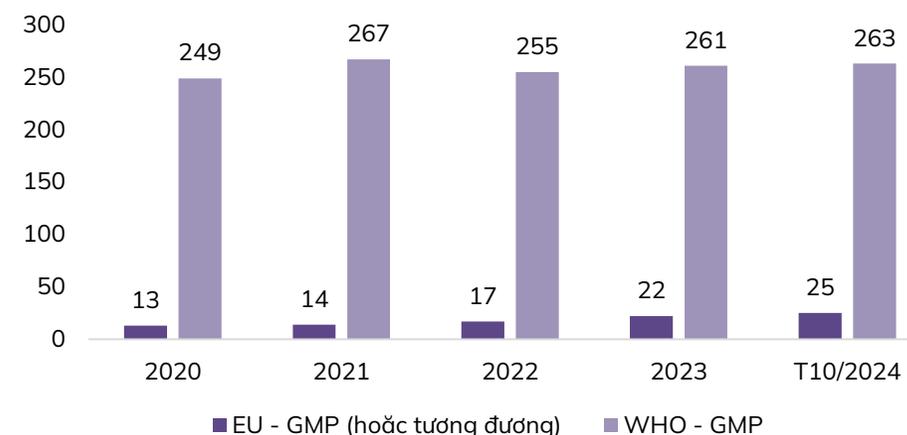
CÁC DOANH NGHIỆP DƯỢC TRONG NƯỚC ĐANG TÍCH CỰC XÂY DỰNG, NÂNG CẤP NHÀ MÁY ĐẠT TIÊU CHUẨN EU-GMP ĐỂ TẬN DỤNG ỨU ĐÃI VÀ VƯỢN TỚI XUẤT KHẨU.

- Chỉ những nhà thầu có thuốc đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP mới được tham gia đấu thầu thuốc đó ở nhóm 1 và 2. Giá trị nhóm thuốc 1 & 2 đang chiếm đến 60% doanh thu thuốc trúng thầu tuy nhiên thị phần chính của nhóm này đang thuộc về các doanh nghiệp dược nước ngoài đáp ứng tiêu chuẩn sản xuất cao.
- Chính sách ưu tiên chỉ chọn các nhà thầu chào thuốc xuất xứ trong nước đối với các thuốc được Bộ Y tế công bố có ít nhất 3 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP sẽ mở đường cho các doanh nghiệp thuốc sản xuất trong nước giành thị phần của thuốc nhập khẩu.
- Theo danh sách của cục quản lý Dược, 10 tháng đầu năm 2024 trên cả nước đã có thêm 3 cơ sở sản xuất thuốc được cấp chứng nhận EU-GMP (hoặc tương đương), nâng tổng số cơ sở sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP (hoặc tương đương) lên 25 cơ sở. Hiện nay các nhà máy, dự án theo tiêu chuẩn EU-GMP đang được tiếp tục xây dựng, hoàn thiện và xin chứng nhận.
- Các công ty dược lớn có sẵn dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP đã bắt đầu tận dụng được lợi thế và gia tăng thị phần trong kênh thuốc bệnh viện.
- Imexpharm với 11 dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP có doanh thu kênh ETC tăng trưởng vượt trội trong năm 2024. Theo báo cáo của doanh nghiệp, doanh thu thuần 11T2024 đạt 1.967 tỷ đồng, (+10% svck), trong đó doanh thu kênh ETC tăng trưởng đến 54% svck chủ yếu nhờ vào các sản phẩm thuốc tiêm có giá trị cao theo tiêu chuẩn EU-GMP.

Doanh thu trúng thầu các nhóm thuốc năm 2023 (tỷ đồng)



Số cơ sở sản xuất trong nước đạt tiêu chuẩn EU-GMP và WHO-GMP giai đoạn 2020-T10/2024



Nguồn: Cục Quản lý Dược, ABS Research

### Khuyến nghị:

- Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu có tiềm năng từ các dây chuyền sản xuất đang xin chứng nhận EU-GMP, có lợi thế sản xuất mảng thuốc khó. Đây là sẽ động lực tăng trưởng cho doanh nghiệp trong thời gian tới.
- Công ty có nguồn lực tài chính tốt.
- Phương pháp định giá: dựa trên P/E và FCFE.

Chỉ tiêu	DBD		
	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	1.652	1.760	1.905
<b>%YoY</b>	6,2%	6,5%	8,2%
<b>LNG</b>	799	857	930
<b>Biên LNG (%)</b>	48,4%	48,7%	48,8%
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	269	302	311
<b>%YoY</b>	10,2%	12,3%	3,0%
<b>EPS (đ/cp)</b>	3.234	3.233	3.329
<b>BVPS (đ/cp)</b>	22.057	18.463	21.792
<b>Nợ/VCSH (lần)</b>	0,06	0,03	0,02
<b>ROA (%)</b>	13,9%	14,3%	13,0%
<b>ROE (%)</b>	19,3%	19,1%	16,5%

CTCP DƯỢC - TRANG THIẾT BỊ Y TẾ BÌNH ĐỊNH (BIDIPHAR) (DBD – HOSE) – TRUNG LẬP

GIÁ TẠI 29/11/2024: 56.400 VNĐ/cp – GIÁ MỤC TIÊU: 59.900VNĐ/cp (+6,2%)

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 9T/2024 ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng nhẹ. Doanh thu thuần 9T2024 đạt 1.250 tỷ đồng (+3,5% svck) với tăng trưởng 8% kênh ETC, kênh OTC giảm 2% svck. LNST cổ đông công ty mẹ 9T2024 tăng 2,1%, đạt 215 tỷ đồng.
- Tình hình tài chính rất tốt khi lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ vay nợ rất thấp. Tiền và tiền gửi ngắn hạn cuối Q3/2024 đạt 392 tỷ đồng, chiếm 18,4% tổng tài sản. Vay nợ chiếm tỷ trọng rất nhỏ, ở mức 2,2% tổng nguồn vốn, tỷ lệ D/E đạt 0,03 lần.

**Chúng tôi cho rằng tình hình kinh doanh của DBD trong năm 2025 sẽ tăng trưởng tốt nhờ thế mạnh thuốc ung thư của doanh nghiệp.**

- DBD có lợi thế cạnh tranh tương đối lớn trong nhóm sản xuất thuốc ung thư, đặc biệt so với các đối thủ trong nước, DBD có sản phẩm đa dạng với khoảng 20 loại hoạt chất khác nhau, trong khi các doanh nghiệp còn lại trong nhóm thuốc 3-5 chỉ có 1-4 hoạt chất điều trị ung thư.
- DBD đã khánh thành nhà máy thuốc ung thư dạng tiêm và viên vào cuối năm 2023 đạt chứng nhận WHO-GMP và hiện đang xin cấp chứng nhận EU-GMP cho hai dây chuyền này.
- Việc đầu tư xây dựng nâng cấp các dây chuyền sản xuất lên tiêu chuẩn EU-GMP sẽ nâng cao khả năng cạnh tranh cho DBD và mở ra cơ hội gia nhập thị phần thuốc đấu thầu generic nhóm 1 và 2 – 2 nhóm có doanh thu cao nhất trong mảng thuốc đấu thầu tại bệnh viện và hiện chưa có doanh nghiệp Việt Nam sản xuất thuốc ung thư vào được nhóm này.
- Ngoài ra, Bidiphar đã ký kết với Crearene AG, công ty có trụ sở tại Frauenfeld, Thụy Sĩ, để phát triển các giải pháp điều trị bằng creatine cho bệnh nhân chạy thận. Đây là một hàng mới hoàn toàn, DBD sẽ có nhiều lợi thế vì nhận độc quyền sản phẩm.

### RỦI RO

- Việc xin cấp chứng nhận EU-GMP cho các dây chuyền sản xuất không đạt trong thời gian dự kiến.
- Tăng trưởng kinh tế không được như kỳ vọng.

# THÔNG TIN LIÊN HỆ

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

**Nguyễn Thị Thùy Linh**

Giám đốc Trung tâm Phân tích

linh.ngthithuy@abs.vn

## NĂNG LƯỢNG & HÓA CHẤT

**Lê Thị Kim Huê**

Phó Giám đốc Phòng Phân tích

hue.lethikim@abs.vn

## HÀNG CÔNG NGHIỆP

**Nguyễn Thị Kỳ Duyên**

Chuyên viên phân tích

duyen.nguyenthiky@abs.vn

## VĨ MÔ & TÀI CHÍNH

**Nguyễn Xuân Hải**

Chuyên viên phân tích

hai.nguyensexuan@abs.vn

## HÀNG XUẤT KHẨU & CNTT

**Bùi Minh Anh**

Chuyên viên phân tích

anh.buiminhh@abs.vn

## BẤT ĐỘNG SẢN, VLXD & XÂY LẮP

**Phạm Hồng Trường**

Chuyên viên phân tích

truong.phamhong@abs.vn

## PTKT & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

**Đặng Xuân Lưu**

Giám đốc Phân tích

luu.dangxuan@abs.vn

## BÁN LẺ & HÀNG TIÊU DÙNG

**Kiều Thị Thanh Thư**

Chuyên viên phân tích

thu.kieuthithanh@abs.vn

# KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Để được hỗ trợ tư vấn và nhận các thông tin khuyến nghị, báo cáo thường xuyên, kịp thời, tải ABS Invest ngay tại



Trải nghiệm ngay  
ứng dụng ABS invest



Trải nghiệm ngay bằng giá  
ABS Web Trading

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Nhóm thực hiện

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 35624626 Số máy lẻ: 135

[www.abs.vn](http://www.abs.vn)



**Thank you!**